

Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Renata Alexandra da Cruz Rasteiro

Financiamentos 2020: Que dificuldades na criação de valor? - *Case Study*

Financiamentos 2020: Que dificuldades na criação de valor? - *Case Study*

Renata Alexandra da Cruz Rasteiro

ISCAC | 2019

Coimbra, outubro de 2019



Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Renata Alexandra da Cruz Rasteiro

Financiamentos 2020: Que dificuldades na criação de valor? - *Case Study*

Trabalho de projeto submetido ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial realizado sob a orientação da Professora Maria Elisabete Neves e coorientação da Professora Clara Viseu.

Coimbra, outubro de 2019

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser a autora deste projeto, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação do presente projeto.

PENSAMENTO

*“The people who are crazy enough to
think they can change the world
are the ones who do.”*

Steve Jobs

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, Margarida e Mário

À minha irmã, Regina

Ao André

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho tornou-se possível graças ao contributo, apoio e compreensão de várias pessoas.

Agradeço à Professora Maria Elisabete Neves, minha orientadora, pelo apoio, disponibilidade, orientação e incentivo que sempre me transmitiu, facilitando todo o trabalho. Agradeço também à minha coorientadora, Professora Clara Viseu pelos conselhos, sugestões, correções e por todo o tempo dispensado a este trabalho.

Uma palavra de carinho e agradecimento à minha família, em especial aos meus pais. Agradeço a educação e os valores que sempre me transmitiram, que me fizeram crer que com esforço e trabalho vou sempre conseguir superar todos os meus objetivos.

À minha irmã, Regina, por estar sempre ao meu lado, pela amizade e paciência.

Ao André, o meu maior apoio nesta caminhada. Um obrigada muito especial, pelas horas e dias que privou da minha companhia, por todos os ensinamentos que me foi dando e por todo o carinho e amizade que teve comigo em todos os momentos, dando-me força para nunca desistir.

Por último, mas não menos importante, agradeço a todos os meus amigos e colegas, por toda a ajuda e companheirismo, aconselhando-me, motivando-me e garantindo que sinta orgulho no meu percurso.

RESUMO

Em 2000, os fundos europeus assumem um papel de destaque em Portugal, orientados por linhas estratégicas no âmbito da qualificação dos recursos humanos, do crescimento dos fatores de competitividade e de valorização do território. Aprovado pelo Conselho Europeu, este programa com duração de 5 anos acabava por ser renovado em 2005, e redefinido em 2010 quando surge integrado na nova estratégia da Comissão Europeia, denominada *Estratégia Europa 2020*.

Esta estratégia tem como objetivo criar uma medida europeia para uma meta comum: a saída da crise focando-se no crescimento inteligente, crescimento sustentável e crescimento inclusivo. Os incentivos são atribuídos sob a forma de subsídios e podem ser atribuídos a entidades públicas ou privadas, dependendo do eixo e região em que se enquadra.

O presente trabalho tem como principal objetivo analisar as demonstrações financeiras de uma empresa entre 2015 e 2018, e após obtenção das previsões de 2019 a 2023, avaliar se a empresa cria ou não valor com os subsídios da Comissão Europeia, e se sem estes se verifica a mesma tendência.

Em suma, na empresa em estudo, para o período apresentado, os resultados da avaliação mostram que há criação de valor se considerar os subsídios europeus, no entanto sem a existência desses subsídios a empresa não teria capacidade de sobreviver sem recorrer constantemente a capital alheio, para manter o investimento e vendas que teve com os incentivos.

Palavras-chave: Subsídios, Incentivos, Portugal 2020, Criação de Valor, Análise Financeira.

ABSTRACT

In 2000, European funds assumed a prominent role in Portugal, guided by strategic lines in the scope of the qualification of human resources, the growth of the competitiveness factors and territorial enhancement. Approved by the European Council, this 5-year program was incorporated in 2005 and redefined in 2010, as it appeared the new European Commission strategy, called the *Europe 2020 Strategy*.

This strategy aims to create a European measure for a common goal: a crisis exits focusing on smart, sustainable and inclusive growth. Incentives are awarded in the form of grants and may be assigned to public or private entities, depending on the axis and region in which they fall.

The main goal of this paper is to analyse the financial statements of one particular company between 2015 and 2018, use it to make predictions from 2019 to 2023, and then analyse whether or not a company creates firm value when using European subsidies and whether they are verified by same trend if the company does not use it.

In conclusion, for a specific company, for the period displayed, the finding shows firm value creation. On the other hand, with an analysis of the accounts without the impact of subsidies, it is concluded that if the company did not have such incentives, there would not have been such value creation as it has with incentives. This particularly company would not have the ability to survive without capital, to maintain the investment and sales that it has with European subsidies.

Keywords: Subsidies, Incentives, Portugal 2020, Value Creation, Financial Analysis

ÍNDICE GERAL

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 1 |
| 1 CAPÍTULO 1 – REVISÃO DA LITERATURA | 4 |
| 1.1 Indicadores financeiros e criação de valor | 4 |
| 1.2 Financiamentos 2020 | 7 |
| 1.3 Tipos de Projetos 2020..... | 10 |
| 1.3.1 Sistema de Incentivos (SI) Internacionalização das PME e SI Qualificação e Internacionalização | 10 |
| 1.3.2 SI2E – Sistema de incentivos ao Empreendedorismo e Emprego | 11 |
| 1.3.3 Inovação Produtiva | 11 |
| 1.3.4 SI Investimento e Desenvolvimento Tecnológico (SI I&D) | 11 |
| 1.3.5 SIFIDE II | 12 |
| 1.4 Incentivos – Contextualização fiscal e contabilística..... | 12 |
| 1.4.1 Subsídios ao Investimento | 13 |
| 1.4.2 Subsídios à Exploração | 14 |
| 1.4.3 Enquadramento Fiscal..... | 14 |
| 2 CAPÍTULO 2 – FINANCIAMENTOS 2020 E A CRIAÇÃO DE VALOR - CASE STUDY | 16 |
| 2.1 A Empresa..... | 16 |
| 2.2 CASE STUDY..... | 17 |
| 2.3 Análise de Resultados | 17 |
| 2.3.1 Pressupostos..... | 17 |
| 2.3.2 Demonstrações Financeiras de 2015 a 2023 – Com Financiamentos 2020..... | 24 |
| 2.3.3 Efeito dos Projetos 2020..... | 27 |

| | | |
|-------|---|----|
| 2.3.4 | Demonstrações Financeiras de 2015 a 2023 – Sem Financiamento 2020..... | 33 |
| 3 | CAPÍTULO 3 - APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS | 36 |
| 3.1 | Rácios Financeiros | 36 |
| 3.1.1 | <i>Return on Investment</i> (ROI) e <i>Return on Assets</i> (ROA) | 36 |
| 3.1.2 | <i>Return on Equity</i> (ROE) | 37 |
| 3.1.3 | Lucro por Ação (LPA) | 38 |
| 3.1.4 | <i>Economic value added</i> (EVA®) | 39 |
| 3.1.5 | Rendibilidade Supranormal (RS) | 40 |
| 3.1.6 | Autonomia Financeira | 41 |
| 3.2 | Discussão de Resultados | 42 |
| | CONCLUSÃO | 43 |
| | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 45 |
| | APÊNDICES | 49 |
| | APÊNDICE 1. CÁLCULO DO RÁCIO ROI | 50 |
| | APÊNDICE 2. CÁLCULO DO RÁCIO ROA | 50 |
| | APÊNDICE 3. CÁLCULO DO RÁCIO ROE | 51 |
| | APÊNDICE 4. CÁLCULO DO RÁCIO LPA | 51 |
| | APÊNDICE 5. CÁLCULO DO RÁCIO EVA | 52 |
| | APÊNDICE 6. CÁLCULO DO RÁCIO RS | 52 |
| | APÊNDICE 7. CÁLCULO DO WACC | 53 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 3.1 - Evolução da rentabilidade do investimento total, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020..... | 37 |
| Figura 3.2 - Evolução da rentabilidade do ativo, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020..... | 37 |
| Figura 3.3 - Evolução da rentabilidade do capital próprio, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020..... | 38 |
| Figura 3.4 - Evolução do lucro por ação, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020 | 39 |
| Figura 3.5 - Evolução do valor económico criado, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020..... | 40 |
| Figura 3.6 - Evolução da rentabilidade supranormal, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020..... | 41 |
| Figura 3.7 - Evolução da autonomia financeira, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020..... | 42 |

ÍNDICE DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1.1 - Artigo 22º (CIRC) - Subsídios..... | 14 |
| Tabela 2.1 - Detalhe da evolução do volume de negócios para o período de 2015 e 2023 (em euros) | 19 |
| Tabela 2.2 - Detalhe da evolução do CMVMV e FSE para o período de 2015 e 2023 (em euros) | 20 |
| Tabela 2.3 - Balanço de 2015 a 2018 e balanço previsional de 2019 a 2023 (em euros) | 24 |
| Tabela 2.4 - Demonstração de resultados de 2015 a 2018 e demonstração de resultados previsional de 2019 a 2023 (em euros)..... | 26 |
| Tabela 2.5 - Ajustamentos na conta 2781 (em euros)..... | 28 |
| Tabela 2.6 - Ajustamentos na conta 2789 (em euros)..... | 28 |
| Tabela 2.7 - Ajustamentos na conta 2829 (em euros)..... | 29 |
| Tabela 2.8 - Ajustamentos na conta 59 (em euros)..... | 29 |
| Tabela 2.9 - Ajustamentos na conta 75 (em euros)..... | 30 |
| Tabela 2.10 - Ajustamentos na conta 7883 (em euros)..... | 30 |
| Tabela 2.11 - Ajustamentos na conta 25 de 2015 a 2018 (em euros) | 31 |
| Tabela 2.12 - Ajustamentos na conta 25 de 2019 a 2023 (em euros) | 32 |
| Tabela 2.13 - Balanço de 2015 a 2018 e balanço previsional de 2019 a 2023, sem financiamentos 2020 (em euros)..... | 33 |
| Tabela 2.14 - Demonstração de resultados de 2015 a 2018 e demonstração de resultados previsional de 2019 a 2023, sem financiamentos 2020 (em euros) | 35 |

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

| | |
|--------|---|
| AFT | Ativos Fixos Tangíveis |
| AI | Ativos Intangíveis |
| BE | Banco Europeu |
| CAE | Classificação Portuguesa das Actividades Económicas |
| CE | Comunidade Europeia |
| CIRC | Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas |
| CMVMC | Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas |
| CP | Capital Próprio |
| DF | Demonstrações Financeiras |
| DR | Demonstração de Resultados |
| EBIT | <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> |
| EBITDA | <i>Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> |
| ESA | <i>European Space Agency</i> |
| EVA® | <i>Economic Value Added</i> |
| FEEI | Fundos Europeus Estruturais e de Investimento |
| FSE | Fornecimento de Serviços Externos |
| GOV | Governo |
| H2020 | Horizonte 2020 |
| I&D | Investigação e Desenvolvimento |
| I&I | Investigação e Inovação |
| IEFP | Instituto do Emprego e Formação Profissional |
| IRC | Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas |
| LPA | Lucro Por Ação |
| MVA® | <i>Market Value Added</i> |
| NASA | <i>National Aeronautics and Space Administration</i> |
| NCRF | Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro |
| PME | Pequena e Média Empresa |
| PO | Programa Operacional |
| POC | Plano Oficial de Contabilidade |

| | |
|--------|--|
| PT2020 | Portugal 2020 |
| ROA | <i>Return On Assets</i> |
| ROE | <i>Return On Equity</i> |
| ROI | <i>Return On Investment</i> |
| RS | Rendibilidade Supranormal |
| SI | Sistema de Incentivos |
| SI2E | Sistema de Incentivos ao Empreendedorismo e Emprego |
| SIFIDE | Sistema de Incentivos Fiscais à Investigação e Desenvolvimento |
| SNC | Sistema de Normalização Contabilística |
| UE | União Europeia |
| UTAO | Unidade Técnica de Apoio Orçamental |
| WACC | <i>Weighted Average Cost of Capital</i> |

INTRODUÇÃO

Os incentivos criados pela Comissão Europeia denominados de Portugal 2020 (PT2020) e Horizonte 2020 (H2020) surgem no seguimento da implementação do programa Estratégia Europa 2020. Este tipo de financiamentos apresenta especial importância para as empresas financiadas ao nível da internacionalização, investigação e desenvolvimento tecnológico e produtivo, ressalva Rodrigues (2017). Adicionalmente, são um estímulo ao crescimento económico das empresas beneficiárias deste tipo de incentivos, potenciando a qualificação do capital humano e melhoria da competitividade.

É condição de acesso aos fundos europeus o preenchimento de requisitos impostos pelas normas da Comissão Europeia.

Estes incentivos podem variar consoante o propósito a que se destinam, podendo muitas vezes não abranger a totalidade do investimento. Assim, é importante compreender como é que as empresas conseguem o restante financiamento, para poder realizar o projeto elaborado, uma vez que, necessitam de liquidar gastos fixos e despesas decorrentes destes apoios. Por outro lado, também é importante compreender se estas empresas financiadas prevêm a falta de fundos ou métodos de cobertura do restante capital. Esta questão é de extrema importância na medida em que são diversos os casos em que apenas é considerado o acesso ao financiamento “gratuito”, podendo incorrer em elevadas despesas num momento posterior colocando em causa a viabilidade futura da empresa financiada.

Por último, o facto do projeto a desenvolver incidir sobre uma empresa financiada por vários financiamentos da União Europeia, visa compreender se a empresa é sustentável no longo prazo, e após o término dos vários financiamentos obtidos.

Objetivos

Com base no conhecimento empírico do tema, é possível conceber a seguinte questão-problema de investigação que será objeto de estudo ao longo do projeto:

“Num horizonte temporal de médio e longo prazo será que a empresa gera valor com os financiamentos 2020?”

Para a concretização do objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Com base nos relatórios de contas de uma empresa específica, entre 2015 e 2018, estimar os dados previsionais para 2019 a 2023, obtendo assim as demonstrações financeiras para o período de estudo compreendido entre 2015 a 2023.
- Após o período de análise definido, anular o efeito dos incentivos europeus atribuídos à empresa, obtendo assim as demonstrações financeiras sem o impacto dos projetos cofinanciados.
- Planejar quais as métricas apropriadas para avaliar a criação de valor e analisar os resultados, para ambas as demonstrações de resultados.
- Comparar a evolução de criação de valor para o cenário com financiamentos 2020 e sem financiamentos 2020, e apresentar as conclusões.

Metodologia de Estudo

Segundo Rowley (2002), o estudo do caso surge cada vez mais como método de estudo, tanto para fins académicos como fins de investigação. Apesar de não ser regra, Mazzotti (2006) afirma que os estudos do caso mais comuns são os individuais (como, por exemplo, uma empresa), podendo, no entanto, haver estudos de casos múltiplos (como, por exemplo, um conjunto de indivíduos com a mesma profissão).

Esta metodologia visa responder a questões de “quem?”, “o quê?” e “onde?” através de documentos, análise de arquivos, inquéritos ou entrevistas de modo a suportar de uma forma mais detalhada e aprofundada as respostas a questões de “como?” e “porque?”, geralmente respondidas com outro tipo de investigação (Rowley, 2002).

O estudo do caso enquanto metodologia de investigação e análise é bastante discutida na literatura visto que os seus resultados são limitados ao caso em si, não se devendo generalizar os resultados do mesmo para outros contextos. No entanto, este método de estudo, cada vez mais usado como alternativa à abordagem tradicional, não está isento de críticas. Muitas de vezes é apontada como metodologia menos fiável e rigorosa (Flyvbjerg, 2006). No entanto, é através deste método que se levantam novas questões e teorias de pesquisa por forma a obter resultados mais efetivos e conclusões mais

assertivas permitindo confirmar alguns estudos teóricos ou entender um problema (Miles, 2015).

Estrutura do Trabalho

O trabalho desenvolvido encontra-se estruturado em quatro capítulos principais.

O **primeiro capítulo** será de revisão da literatura que servirá de contextualização e introdução ao tema. Também este estará subdividido com base nos conceitos-chave deste trabalho, ou seja, na primeira parte haverá uma breve definição de conceito de valor para os diferentes autores e diferentes perspetivas. Na segunda parte será uma contextualização aos Financiamentos 2020 sob a forma de subsídios, especificando o que são, quem se pode candidatar a estes fundos, e quais os procedimentos necessários à sua obtenção. Por ser um tema vasto, na terceira parte serão apresentados os tipos de projetos cofinanciados existentes que serão alvo deste estudo do caso. A quarta parte trata de apresentar um enquadramento fiscal e contabilístico dos subsídios para dar suporte ao trabalho a realizar no decorrer do trabalho.

O **segundo capítulo** reflete o desenvolvimento do tema do trabalho, subdividindo-se inicialmente numa apresentação da empresa, que por motivos de confidencialidade será denominada por *empresa XPTO*, e seguidamente apresentam-se os pressupostos para todas as previsões, bem como os cálculos necessários à obtenção de alguns rácios económico-financeiros para ser possível atingir as respostas a que o trabalho pretende responder.

O **terceiro capítulo** incide sobre a apresentação e discussão de resultados obtidos.

No **quarto e último capítulo** são apresentadas as conclusões finais do estudo e dos resultados obtidos, algumas limitações bem como futuras linhas de investigação tendo este trabalho como pano de fundo.

1 CAPÍTULO 1 – REVISÃO DA LITERATURA

1.1 Indicadores financeiros e criação de valor

A temática do desempenho empresarial é transversal a todas as organizações. São várias as formas utilizadas para medir o desempenho de uma empresa, dependendo do tipo de empresa e das suas características, no entanto, segundo Vimrorá (2015) a ferramenta mais usada para este efeito é a aplicação e análise dos indicadores financeiros. Muitos destes, calculados com base nos dados de um período definido, servem também para facilitar realizar comparações (Nava, 2009). Estas ferramentas financeiras permitem analisar os resultados, realizar previsões e definir estratégias para melhorar. Segundo Correa et al. (2018) o uso destes indicadores torna-se relevante visto que se trata de um modelo matemático, e a sua interpretação é linear. Damodaran (2002) neste seguimento, ressalva que apesar dos modelos de avaliação das empresas serem quantitativos, os seus *inputs* podem ser subjetivos.

Apesar de serem vários os autores a afirmarem que os indicadores financeiros são essenciais para a avaliação do desempenho da empresa, não há consenso sobre quais são os rácios mais indicados para avaliar a criação de valor nas empresas (Richard et al., 2009; Silvestro, 2014). É relevante primeiro perceber, e identificar, quais as variáveis que respondem eficientemente aos parâmetros de criação de valor, para cada empresa em concreto (Bernal e Saavedra, 2012).

Por consequência, cada empresa decide como avaliar a sua criação de valor, muitas delas com recurso à aplicação de novos indicadores, por forma a demonstrar a melhor realidade que permita a criação de valor para todos os utilizadores da informação financeira da empresa, de acordo com os vários conceitos de valor e criação de valor (Sánchez, 2008).

Importa esmiuçar as várias perspetivas sobre o conceito de valor e a criação de valor dependendo de cada *stakeholder*.

Neves (2011) defende que a criação de valor tem bastante importância na sustentabilidade das empresas, a médio e longo prazo, independentemente deste índice variar consoante os interesses dos seus destinatários ou no foco da empresa. A criação de valor das empresas e a sua consequente maximização não beneficia somente os

shareholders, mas também os colaboradores, os clientes, os fornecedores e diversos agentes económicos envolvidos no negócio. Quanto maior a relação da empresa com todos os stakeholders maior o valor (Cremers, Guernsey e Sepe, 2019).

Brealey et al. (2001) direciona a criação de valor de uma empresa para a vertente financeira, sendo que o valor da empresa será tanto maior quanto maior for a sua capacidade de gerar fundos a longo prazo cobrindo os custos de exploração. Uma empresa cria valor para os seus acionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses retornos (Wahba, 2002).

No entanto, Niven (2002) defende que a criação de valor se pode quantificar também pelas ideias que compõe a organização, relacionamento com clientes e fornecedores, projetos e procedimentos bem como outras características mais difíceis de mensurar. Este modelo de avaliar o valor da empresa, acaba por não ter reflexo no balanço visto tratar-se de elementos intangíveis da mesma, mas que representam vantagem quando comparando com outras empresas do setor (Fernández, 2008). Este método é geralmente calculado por modelos que tratam a valorização do *Goodwill*. Niven (2002) ressalva que as medidas financeiras também são determinantes na criação de valor visto serem mensuráveis com fiabilidade e permitindo a comparabilidade, ao contrário das outras que apesar de apurar a criação de valor, podem ser mensuradas de diferentes perspetivas e não ser um bom indicador de comparabilidade.

Segundo Kumar & Sujit (2018) a criação de valor depende dos rendimentos e fluxos de caixa, sendo que as determinantes de criação de valor são variáveis de rentabilidade, política financeira, investimento e política de dividendos.

Para Neves (2011) a teoria financeira tradicional tem como objetivo a maximização dos lucros e diretamente a de maximização do valor dos sócios / acionistas, defendendo que para este efeito as pessoas tomam decisões racionais com base nos aspetos que conhecem e dominam. Neste seguimento, o autor ainda enfatiza que se uma empresa criar valor para os acionistas, também deverá estar a criar valor para os diversos agentes com que se relaciona originando a que esta conclusão tenha dado origem ao princípio de que a criação de valor para os acionistas implicitamente representa a capacidade de criação de valor da empresa.

Segundo Demirakos, Strong e Walker (2010), com base num estudo em que avaliaram cerca de 500 relatórios de analistas financeiros, os modelos mais utilizados para avaliar o valor de uma empresa são os baseados nos resultados. Muitas vezes no momento de compra de ações é comparado o valor de uma ação com o rácio Lucro Por Ação (LPA), ou seja, analisar o custo da ação face ao seu retorno e utilizar esta diferença para ver quais ações compensa investir. Por outro lado, quando se adquire a empresa na totalidade, é mais comum avaliar a empresa com base em rácios que correlacionam alguns *inputs* como vendas, ativos e capital próprio com o EBITDA (Damodaran, 2007).

Enquanto que, por um lado, a literatura resume os objetivos das medidas tradicionais de desempenho, considerando suficiente o lucro cobrir o custo de capital de terceiros (Kassai et al., 2005), para as medidas de avaliação de performance mais modernas, entre elas as mais citadas são o *Economic value added* (EVA®) e *Market value added* (MVA®), estará a ser criado mais valor quanto maior for a diferença entre os retornos obtidos e todos os custos (Peterson, 1996). No entanto o MVA® só pode ser calculado em empresas de capital aberto visto que incluem como *inputs* as expectativas do mercado sobre o crescimento futuro, Krauter (2007).

Assim, neste contexto, numa altura em que se aproxima o término de mais um ciclo de atribuição de fundos europeus, é objetivo deste projeto estudar a evolução dos indicadores de avaliação de *performance* para perceber se a empresa XPTO, até 2023, terá evoluído de forma positiva em todos esses indicadores, e dando origem à criação de valor da empresa em questão, ou se pelo contrário, este objetivo não tem sido atingido e são utilizados de forma temporária apenas para aumentar a riqueza dos promotores dos projetos num período limitado. Espera-se assim analisar os rácios mais citados na literatura que, são usados com mais frequência pelos analistas, e que podem ser usados para avaliação de desempenho financeiro das empresas.

| <i>Indicador</i> | <i>Fórmula de Cálculo</i> | <i>Autores</i> |
|-----------------------------------|--|-------------------------------|
| <i>Return on Investment (ROI)</i> | $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Ativo}}$ | Bruni (2014), Silva (2010) |

| | | |
|---|---|--|
| <i>Return On Assets (ROA)</i> | $\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Ativo}}$ | Vieira et al. (2018) |
| <i>Return on Equity (ROE)</i> | $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital próprio médio}}$ | Miranda e Diniz (2013); Bruni (2014) |
| <i>Lucro por ação (LPA)</i> | $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Número de ações}}$ | Neves (2000) |
| <i>Economic value added (EVA®)</i> | $\text{Resultado Operacional Líquido de Imposto} - (\text{WACC} \times \text{Capital Investido})$ | Neves (2012) |
| <i>Rendibilidade Supranormal (RS)</i> | $(\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{Capital Investido}$ | Teixeira (2008) Neves (2011) |

Em que WAAC significa *Weighted Average Cost of Capital*

1.2 Financiamentos 2020

A execução de um investimento pode ocorrer de forma direta, através de projetos produtivos, ou de forma indireta através de projetos que não estão diretamente ligados à produção, mas que de alguma forma contribuem para o aumento da produtividade, esperando-se um retorno e uma melhoria das condições de vida no geral, Marques (2000).

A classificação dos projetos divide-se em dois tipos: projetos de raiz, em que através de uma ideia de negócio é criada uma nova empresa, ou projetos integrados numa empresa já existente no mercado. Nos projetos de raiz existem três fases que definem a implementação de um projeto de investimento. Numa primeira fase é necessário que exista um pré investimento, onde é feita uma análise de vários orçamentos para estrutura, maquinaria entre outros ativos. Numa fase posterior é feito o investimento na aquisição e/ou construção dos ativos fixos que permitiram o desenvolvimento do negócio. Por fim, e já com as condições reunidas passa-se à fase de exploração do negócio, Mota et al. (2012).

Por outro lado, um projeto integrado numa empresa pode ser subclassificado consoante o seu objetivo, podendo ser de expansão (onde é incrementado um aumento da capacidade produtiva), de substituição (em que existe uma manutenção da capacidade produtiva) ou de inovação (criação de novas áreas de negócio), Mota et al. (2012).

Para ser possível o aumento do crescimento e competitividade, além do autofinanciamento, as empresas têm inúmeras fontes de financiamento a que podem recorrer para este efeito. No entanto, enquanto que os capitais próprios não têm contrapartida fixa de remuneração, o capital alheio tem como contrapartida um mapa de remunerações pré-aprovado e uma remuneração definida desde o início do contrato (Duarte, 2016).

Após a adesão de Portugal à Comunidade Europeia (CE), foi notório o desenvolvimento do país. Como uma das consequências, por estarmos integrados neste grupo, os ministros da União Europeia (UE) têm como missão coordenar políticas e definir ou adotar legislação. Os fundos europeus surgem também como medida europeia para uma meta comum: a saída da crise focando-se no crescimento inteligente, crescimento sustentável e crescimento inclusivo. Num ambiente de crise europeia, os incentivos assumem um papel de destaque em Portugal, principalmente para as pequenas e médias empresas (PME), essencialmente após 2000. Aprovado pelo conselho europeu, este programa com duração de 5 anos acabava por ser renovado em 2005, e redefinido em 2010 quando surge integrado na nova estratégia da CE, denominada *Estratégia Europa 2020*.

Os incentivos são atribuídos sob a forma de subsídios e podem ser concedidos a entidades públicas ou privadas, dependendo do eixo e região em que se enquadra, orientados por linhas estratégicas no âmbito da qualificação dos recursos humanos, do crescimento dos fatores de competitividade e de valorização do território.

Este tipo de financiamento pode ser reembolsável ou não reembolsável, no entanto trata-se de um “empréstimo barato” concedido pelo Estado cujo objetivo é estimular um crescimento económico das empresas beneficiárias deste tipo de incentivos, permitindo a alavancagem de investimentos em inovação e investigação nas áreas da ciência, indústria e tecnologia. Este tipo de financiamento apresenta especial importância para as

empresas financiadas ao nível da internacionalização, investigação e desenvolvimento tecnológico e produtivo (Rodrigues, 2017).

Nem todos podem recorrer aos incentivos no âmbito dos projetos cofinanciados. Para serem elegíveis têm de cumprir com os requisitos impostos pelas normas da CE, e adaptadas dependente do tipo de projeto com candidatura aberta de acordo com os artigos 12º e 13º do Decreto-Lei n.º 6/2015 de 8 de janeiro, onde se resume o enquadramento nacional dos sistemas de incentivos às empresas.

Ao longo do ano há várias fases de avisos de abertura a candidaturas de projetos, no entanto, nem todas as tipologias de investimento têm a mesma taxa de incentivo ou tipo de incentivo. São constantes as renovações de parcerias com os bancos, de forma a conseguir taxas de financiamento bancárias mais baixas quando se trata de cobrir a parte não financiada de um projeto específico. Da mesma forma, há algumas tipologias de projetos cujo incentivo é reembolsável (por norma no âmbito de inovação que implica grandes investimentos em ativos), em que as empresas beneficiam de um período de carência e taxas mais baixas, começando a pagar só alguns anos após os termos do projeto, fazendo com que o esforço não seja imputado no mesmo ano.

Torna-se bastante importante o rigor nas previsões realizadas nas empresas que recorrem a este tipo de projetos, e perceber de que forma conseguem antever as necessidades de financiamento presentes e futuras.

Assim, os projetos decorrentes do programa *Estratégia Europa 2020*, são programas de apoio comunitário às empresas. São várias as organizações que se podem candidatar dependendo do âmbito do projeto que querem desenvolver. Varia também da zona territorial a que se candidatam e do setor em que o projeto será inserido. O importante para a CE é estabelecer metas de crescimento e desenvolvimento para o futuro.

Geralmente as candidaturas são feitas *online* pelas empresas, sendo que cada candidatura terá uma referência diferente bem como um gestor de projeto individual. A documentação é pedida de acordo com as diversas fases do programa, envolvendo relatórios técnicos e financeiros, bem como, as demonstrações financeiras da empresa candidata. O financiamento é atribuído de acordo com o desempenho das empresas, exportações, número de doutorados contratados, ativos, ou novas contratações a efetuar no âmbito do projeto. São elegíveis para estes programas as entidades legalmente

constituídas, as entidades privadas sem fins lucrativos e entidades públicas que se encontrem em cooperação com empresas.

Posto isto, e sabendo que o objetivo financeiro da empresa será sempre cumprir a maximização da utilidade dos investidores, criar valor e a combinação ótima dos diferentes instrumentos de financiamento, a decisão de financiamento da empresa e a forma como é aplicada, revela-se um fator crítico para a maximização de valor de mercado e, simultaneamente, para a minimização do custo de capital (Neto, 1997).

1.3 Tipos de Projetos 2020

São muitas as empresas que recorrem aos incentivos 2020, de forma a convergir com os objetivos deste programa e no seguimento das suas linhas orientadoras, que utilizam estes fundos para promover a sua competitividade e presença no mercado externo bem como aumento de parcerias; melhorias nas suas instalações e equipamento; desenvolvimento de novos produtos ou contratação de capital humano e formação dos seus funcionários.

Para cada um destes objetivos existe uma tipologia de projeto específica, sendo que entre eles a empresa em análise já inclui no seu portefólio de candidaturas e projetos no âmbito das medidas que se apresentam de seguida.

1.3.1 Sistema de Incentivos (SI) Internacionalização das PME e SI Qualificação e Internacionalização

De acordo com o Acordo Parceria 2014-2020 “o apoio por via de instrumentos financeiros, cofinanciados pelos fundos comunitários, ao investimento e desenvolvimento empresarial, deverá contribuir para o desenvolvimento de uma relação virtuosa entre o reforço de competências nas empresas (em particular, nas PME), a inovação (de produtos, processos, formas de organização e comercialização), a cooperação e a internacionalização das atividades (em particular, das exportações)”.

No seguimento do último ponto, há projetos de internacionalização cujo âmbito incide sob a melhoria ou implementação de presença *web*, promoção internacional de marcas, *marketing* internacional e expansão para o mercado externo sendo por isso financiada a presença em feiras (custo de exposição e *stand*, viagens e conferências), custo de

consultoria especializada para a captação de novos clientes, estudos de mercado dos seus produtos e obtenção de novos *softwares* e patentes/propriedade intelectual.

Este tipo de medidas geralmente tem um incentivo máximo correspondente a taxa de 45%, ou 40% se se tratar de Programa Operacional (PO) Regional de Lisboa.

1.3.2 SI2E – Sistema de incentivos ao Empreendedorismo e Emprego

Esta medida foi lançada com o objetivo de promover a criação de postos de trabalho, o investimento em novas áreas de crescimento, investimento em negócios em zonas de baixa densidade ou com grande índice de desemprego, expansão ou modernização das PME. Trata-se de uma medida de incentivo não reembolsável, que varia entre os 30% e 40% do investimento dependendo da localização, sendo que este valor pode ser majorado em 20% dependendo do aviso de abertura.

1.3.3 Inovação Produtiva

De acordo com o Regulamento Específico do Domínio da Competitividade e Internacionalização, esta medida tem como principais focos possibilitar a criação ou remodelação de um novo estabelecimento; o aumento da capacidade de um estabelecimento já existente; a diversificação da produção de um estabelecimento para produtos não produzidos anteriormente no estabelecimento ou a alteração fundamental do processo global de produção de um estabelecimento existente.

Trata-se de uma medida de incentivo não reembolsável, que varia entre as taxas base de 15% e 45% dependendo da tipologia da empresa, podendo ter majorações.

1.3.4 SI Investimento e Desenvolvimento Tecnológico (SI I&D)

Trata-se de uma medida de incentivo não reembolsável até um milhão de euros por beneficiário (a partir deste valor: 75% Não Reembolsável e 25% Reembolsável). Os projetos poderão ser individuais ou em copromoção. Os projetos com esta tipologia têm os requisitos definidos no n.º 6 do artigo 16.º do Regulamento Geral dos Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEEI). Este aviso de abertura surge como medida para *aumentar a intensidade de investigação e inovação (I&I) nas empresas e a sua valorização económica; aumentar os projetos e atividades em cooperação das empresas com as restantes entidades do sistema de I&I; desenvolver novos produtos e*

serviços, em especial em atividades de maior intensidade tecnológica e de conhecimento; reforçar as ações de valorização económica dos projetos de I&D com sucesso; e aumentar a participação nacional nos programas e iniciativas internacionais de I&I.

1.3.5 SIFIDE II

O Sistema de Incentivos Fiscais à Investigação e Desenvolvimento Empresarial II, mais vulgarmente conhecido por SIFIDE II, ao contrário dos incentivos anteriormente mencionados, trata-se de um crédito que fiscalmente é aceite para dedução à coleta do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC) e consiste em recuperar até 82,5% do investimento em I&D (na parte que não tenha sido comparticipada pelo Estado) sob forma de dedução fiscal aplicável à despesa total em I&D no ano corrente a uma taxa base de 32,5%. Este incentivo, a vigorar de 2014 até 2020, é regulamentado pelo Código Fiscal ao Investimento, no capítulo V (com a publicação do Decreto Lei nº 162/2014 de 31 de outubro de 2014).

Para este efeito na sua plataforma deve-se inserir todos os custos correspondentes a cada projeto e a taxa reembolsável e não reembolsável correspondente, a própria plataforma irá calcular o benefício atribuído dependendo dos incentivos já recebidos e nível de qualificação dos trabalhadores. Este benefício fiscal, além de ter como objetivo o investimento em I&D, também valoriza as empresas com pessoal altamente qualificado atribuindo uma majoração visto que segundo as regras *“as despesas com pessoal com habilitações literárias mínimas do nível 8 do QNQ são consideradas em 120% do seu quantitativo”*.

1.4 Incentivos – Contextualização fiscal e contabilística

Os incentivos 2020 caracterizam-se contabilisticamente como subsídios, podendo ser diferenciados entre subsídio à exploração ou subsídios ao investimento. A distinção entre os dois conceitos passa por verificar se estes estão relacionados com ativos tangíveis e intangíveis (subsídios ao investimento) ou se, por outro lado, se trata de subsídios relacionados com a exploração, por exemplo compensar o défice de exploração de um exercício como contratação de pessoal ou formação, Franco (2010).

1.4.1 Subsídios ao Investimento

Ao contrário do anterior Plano Oficial de Contabilidade (POC), no Sistema de Normalização Contabilística (SNC) os financiamentos 2020 de investimentos relacionados com ativos tangíveis depreciables e intangíveis com vida útil definida são reconhecidos no balanço, numa rubrica de capital próprio, aquando do reconhecimento do subsídio recebido, e posteriormente reconhecidos como rendimentos para balancear com os custos do projeto no corrente período. Deste modo, as contas a movimentar, nos subsídios não reembolsáveis seriam:

- Reconhecimento

Débito: 278 Outros devedores e credores / **Crédito:** 593 Subsídios e doações

Histórico: Pelo reconhecimento do subsídio atribuído (no ano do recebimento)¹

- Recebimento

Débito: 12 Depósitos à Ordem / **Crédito:** 278 Outros devedores e credores

Histórico: Pelo reconhecimento do subsídio recebido (no ano do recebimento)

- Imputação (em regra, anual)

Débito: 593 Subsídios e doações / **Crédito:** 7883² Imputação de subsídios para investimentos

Histórico: Pela Imputação do subsídio ao investimento

Débito: 278 Outros devedores e credores / **Crédito:** 592 Subsídios e doações

Histórico: Pelo reconhecimento da proporção do imposto no subsídio imputado

Os subsídios do Governo reembolsáveis, por outro lado, são reconhecidos como passivos.

¹ NCRF 22 §8 “(...) só devem ser reconhecidos após existir segurança de que: a) A entidade cumprirá as condições a eles associadas; e b) Os subsídios serão recebidos.”

² Nota de Enquadramento do SNC à conta 593 – Subsídios “(...) deverão ser transferidos, numa base sistemática, para a conta 7883 — Imputação de subsídios para investimentos, à medida em que forem contabilizadas as depreciações/ amortizações do investimento a que respeitem. “

1.4.2 Subsídios à Exploração

Quando uma empresa recebe um subsídio de exploração deve contabilizá-lo:

Débito: 12x Depósitos à Ordem / **Crédito:** 282 Rendimentos a Reconhecer

Histórico: Pelo reconhecimento do subsídio recebido

E periodicamente, em simultâneo com o reconhecimento do efeito do gasto:

Débito: 282 Rendimentos a Reconhecer / **Crédito:** 751 Subsídios à exploração

Histórico: Pela Imputação do subsídio ao investimento (No valor proporcional ao do período)

1.4.3 Enquadramento Fiscal

De acordo com o artigo 20.º n.º 1, j) do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC), os subsídios à exploração são considerados rendimentos fiscais nos períodos em que forem imputados.

Relativamente a subsídios não destinados à exploração, de acordo com o artigo 22º - Subsídios relacionados com ativos não correntes, a inclusão do lucro tributável dos subsídios deste tipo está sujeita a regras de acordo com o quadro seguinte:

Tabela 1.1 - Artigo 22º (CIRC) - Subsídios

| Alínea | Subsídios respeitantes a: | Parte a ser incluída no Lucro Tributável |
|---------------|---|--|
| A) | Ativos depreciables ou amortizáveis | <ul style="list-style-type: none">- Independentemente do recebimento;- Na mesma proporção da depreciação ou amortização calculada sobre o custo de aquisição ou de produção;- Tem como limite mínimo a que proporcionalmente corresponder à quota mínima de depreciação ou amortização nos termos do n.º 4 do artigo 31.º-A. |
| B) | Ativos intangíveis sem vida útil definida | <ul style="list-style-type: none">- Independentemente do recebimento; |

| | | |
|----|---|--|
| C) | Propriedades de investimento e a ativos biológicos não consumíveis, mensurados pelo modelo do justo valor | - Na proporção prevista no artigo 45.º-A. |
| D) | Não respeitem aos ativos referidos nas alíneas anteriores | Em frações iguais, durante os períodos de tributação em que os elementos a que respeitam sejam inalienáveis, nos termos da lei ou do contrato ao abrigo dos quais os mesmos foram concedidos, ou, nos restantes casos, durante 10 anos, sendo o primeiro o do recebimento do subsídio. |

O registo de impostos diferidos são “as quantias de impostos sobre o rendimento recuperáveis em períodos futuros”, conforme disposto na NCRF 25 – Impostos diferidos, e são reconhecidos sempre que seja provável que sejam gerados lucros fiscais futuros contra os quais as diferenças temporárias possam ser utilizadas. Segundo o Relatório UTAO N.º 9/2019, com o título *Ativos por impostos diferidos: impactos orçamentais da Proposta de Lei n.º 178/XIII/4.ª (GOV) e do Projeto de Lei n.º 1181/XIII/4.ª (BE)* os ativos por impostos diferidos podem ser diferenciados em três categorias devido à sua origem (e consequentemente ao seu reconhecimento no balanço): diferenças temporárias dedutíveis, reporte de perdas fiscais não utilizadas e reporte de créditos tributáveis não utilizados.

Esta rubrica torna-se bastante relevante em termos de análise das contas das empresas, porque passa a haver uma visão sobre o imposto que espera não pagar em exercícios futuros por contrapartida do imposto que pagou a mais no exercício em que reconheceu, e que dá origem a diferenças entre o valor contabilístico dos ativos e a sua base fiscal.

2 CAPÍTULO 2 – FINANCIAMENTOS 2020 E A CRIAÇÃO DE VALOR - CASE STUDY

2.1 A Empresa

Fundada em 2004, a empresa alvo de estudo, denominada *XPTO*, conta atualmente com cerca de 40 trabalhadores. Está localizada na zona centro e a sua atividade encontra-se repartida essencialmente pelos sectores espacial e aeronáutico.

A empresa desenvolve atividades no ramo do desenvolvimento tecnológico e aeroespacial, possuindo o CAE 72190-R3 (Outras investigações e desenvolvimento das ciências físicas e naturais). Sendo uma empresa que trabalha em projetos e missões de grande escala, com agências de renome na área como *European Space Agency* (ESA), *Thales Alenia Space* ou *National Aeronautics and Space Administration* (NASA), para conseguir satisfazer as expectativas dos seus clientes e parceiros necessita de apostar em grandes investimentos, nomeadamente equipamentos e consumíveis necessários para desenvolver novos produtos ou protótipos. Sem este tipo de incentivos, conjugado com autofinanciamento, a empresa não conseguiria por si só fazer face a este tipo de despesas logo não iria correr o risco de investir pois dificilmente encontraria financiamentos com um grau de cobertura tão elevado e, no caso de encontrar, seriam a custos financeiros elevados dado o seu risco.

Segundo dados da PROESPAÇO – Associação Portuguesa das Indústrias do Espaço, no sector, em Portugal, há apenas 13 entidades pertencentes a esta organização, sendo que os membros desta associação representam 90% da oferta empresarial portuguesa na indústria do espaço.

Tendo em conta que em Portugal não há muitas empresas no âmbito do sector espacial, torna-se essencial a exportação e a prestação de serviços bem como desenvolvimento de produtos que tenham como parceiras organizações fora de Portugal para a conquista de novos projetos da ESA que ponham o nome da empresa como uma entidade de renome internacional. O alinhamento com esses objetivos integra a obrigatoriedade na concretização dos investimentos do Portugal 2020 em investigação, desenvolvimento

tecnológico e inovação e no apoio à competitividade das PME (Governo de Portugal, 2014)³.

2.2 CASE STUDY

Pretende-se observar se a empresa em análise, suportada em larga medida por financiamentos da UE, apresenta capacidade para gerar valor no futuro. O horizonte temporal passado, e dos quais possuímos relatórios de contas é de 2015 a 2018. Por outro lado, o horizonte temporal futuro em análise é de 2019 a 2023, sendo que estas projeções têm por base os contratos de clientes existentes para o próximo ano, e o ajustamento das taxas inerentes a todo o processo de crescimento da empresa, anualmente. Os gastos foram atualizados em cada ano de acordo com a expectativa atual da empresa para um futuro a 5 anos.

Assim, de forma a perceber se a empresa apresenta capacidade de gerar valor no futuro, foi utilizado um conjunto de indicadores obtidos através das demonstrações financeiras da empresa, apresentado de seguida.

2.3 Análise de Resultados

2.3.1 Pressupostos

A empresa em análise disponibilizou as suas demonstrações financeiras (DF) entre os anos 2015 a 2018, e ainda DF do primeiro semestre de 2019. Com estes dados, conjugados com os relatórios de contas e balancetes, foi possível obter novas DF sem o impacto dos projetos, *ceteris paribus*. Assim, pretende-se avaliar a criação de valor com o impacto dos projetos 2020 e sem os projetos 2020. É importante realçar que 2017 e 2018 foram anos críticos para a empresa em análise, e são também estes a base para muitos pressupostos para se conseguir analisar a situação atual da empresa.

Numa primeira fase foi necessário fazer as previsões para os anos de 2019 a 2023, para depois conseguir tirar o efeito dos projetos 2020 de todo o período em estudo. Para este efeito, considerámos os seguintes pressupostos:

- Foram usados os dados reais de 2015 a 2018;

³ Consultado a 23 de setembro de 2019 em <https://lisboa.portugal2020.pt/np4/21.html>

- Em 2019 os dados anuais foram obtidos com base no desempenho da empresa no primeiro semestre, ou seja, assumindo que a empresa iria ter igual desempenho no primeiro e no segundo semestre. Algumas rúbricas foram adaptadas com base no conhecimento à data da realização das previsões;
- Para os anos 2020 a 2023, de forma geral, a evolução dos gastos foi estimada com base na evolução da taxa de crescimento do volume de negócios, de forma a que independentemente de qual for o comportamento das vendas, os custos serão proporcionalmente maiores ou menores para esse ano;
- No final de todos os dados apurados, foi deduzido o crédito fiscal acumulado (SIFIDE) ao valor de IRC a pagar, sempre que este valor fosse apurado.

2.3.1.1 Volume de Negócios

O volume de negócios da empresa, foca-se essencialmente na prestação de serviços, sendo maioritariamente clientes externos. Assim, mantendo a tendência dos anos anteriores estima-se um conjunto de vendas e prestações de serviços acima dos 1.8 milhões de euros para 2019 e 2020, com tendência a aumentar 150.000 euros por ano após este período. A evolução do volume de negócios previsto para cada ano resulta da conjugação dos contratos plurianuais com clientes (apenas quando o trabalho for realizado é que será faturado o valor proposto), bem como a perspetiva de crescimento assumida pela empresa para os próximos anos, mantendo a boa posição de mercado que tem.

Tabela 2.1- Detalhe da evolução do volume de negócios para o período de 2015 e 2023 (em euros)

| Ano | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Dados Reais | 1,492,323 | 2,062,423 | 1,861,085 | 1,783,401 | 648,610 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Contratos Plurianuais | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,979,063 | 65,406 | 0 | 0 | 0 |
| Estimativas Internas | | 0 | 0 | 0 | 0 | 2,900,000 | 3,080,500 | 3,264,320 | 3,451,508 |
| Total | 1,492,323 | 2,062,423 | 1,861,085 | 1,783,401 | 2,627,673 | 2,965,406 | 3,080,500 | 3,264,320 | 3,451,508 |
| Taxa de Crescimento do Negócio | - | 38% | -10% | -4% | 47% | 13% | 4% | 6% | 6% |

2.3.1.2 CMVMC e FSE

A rubrica “custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas” (CMVMC) representa maioritariamente o custo de matérias-primas, subsidiárias e de consumo (cerca de 90%), sendo apenas uma pequena parte para produtos acabados e intermédios (cerca de 10%). Da mesma forma, a rubrica “fornecimento de serviços externos” (FSE) apresenta-se repartida essencialmente com a compra de materiais, com cerca de 40% dos FSE, e aquisição de serviços especializados, representado cerca de 30% dos FSE.

Desta forma, os valores previstos para estas duas rubricas foram calculados considerando a evolução da taxa de crescimento de negócio, visto que se as vendas variarem as compras de componentes e ferramentas irão variar proporcionalmente.

Tabela 2.2 - Detalhe da evolução do CMVMV e FSE para o período de 2015 e 2023 (em euros)

| Ano | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| CMVMC | 147,910 | 88,900 | 457,004 | 148,959 | 219,477 | 247,686 | 257,299 | 272,653 | 288,287 |
| FSE | 787,711 | 1,343,633 | 1,696,162 | 1,701,679 | 2,507,263 | 2,829,519 | 2,939,339 | 3,114,736 | 3,293,346 |

2.3.1.3 Subsídios à exploração

Em 2018 terminaram os estágios que estavam a decorrer no âmbito das medidas do Instituto do Emprego e Formação Profissional (IEFP). Também neste ano encerrou o único projeto de exploração que a empresa tinha ativo. Desta forma, como o posicionamento da empresa se foca mais em projetos de I&D, o valor previsto para os anos seguintes será nulo.

2.3.1.4 Ativos Intangíveis – Projetos em Desenvolvimento e Trabalhos para a própria Entidade

Cada projeto em desenvolvimento tem um centro de custo associado para se conseguir analisar os custos de cada um. Assim, se se demonstrarem cumpridas que as condições no §56 da NCRF 6, as despesas podem vir a ser capitalizadas e reconhecidas como ativos intangíveis em contrapartida da conta da rubrica “trabalhos para a própria entidade”. Desta forma, as despesas são reconhecidas de acordo com sua natureza (gastos com pessoal, FSE...) em contrapartida de uma conta de depósitos à ordem ou outras contas a pagar. Simultaneamente, de acordo com cada centro de custo, a parte de gastos correspondentes em cada projeto é reconhecida na conta de “Ativos intangíveis – Projetos de desenvolvimento” em contrapartida da conta de “Trabalhos para a própria entidade”. Nesta empresa alvo de estudo, a capitalização passou a ser feita mensalmente em 2019, para que desta forma se consiga ter também uma melhor visão do impacto dos projetos cofinanciados, visto que deixa de se sentir o peso dos gastos na DR e passa só a estar representado nas contas de capital próprio.

Assim, nestas rubricas considera-se que os gastos com os projetos de desenvolvimento previstos de 2019 a 2023 será uma média dos quatro últimos anos. Existem à data cinco projetos de desenvolvimento a decorrer e como terminam neste período, não é possível prever um valor preciso visto que ainda há possibilidade de incorrer em muitos custos (incluindo os não previstos).

2.3.1.5 Gastos com Pessoal

Quanto aos gastos com pessoal, a empresa apresenta cerca de 40 funcionários ativos em 2019, com perspetivas de aumento do número para 50 a curto prazo.

Devido a um dos objetivos da comissão europeia, muitos dos projetos cofinanciados que a empresa tinha a decorrer, implicam um aumento da sua mão de obra qualificada e captação de emprego jovem, o que se encontra refletido na evolução entre 2015 a 2018. No entanto, como a empresa se encontra em reestruturação interna, não é possível assumir que a evolução neste período se repita nos quatro anos seguintes, visto que se pretende assumir previsões/pressupostos reais e cautelosos para que a análise seja muito aproximada da realidade futura.

Assim, esta rubrica apresenta uma evolução realista do posicionamento que a empresa pretende assumir até 2023, sabendo que 80% do total de funcionários será pessoal

técnico especializado, dos quais 50% são engenheiros mecânicos e engenheiros eletrotécnicos.

2.3.1.6 Investimento

Com recurso a projetos cofinanciados, desde a sua fundação, muito do investimento da empresa em análise incide sobre ativos fixos tangíveis (AFT) e ativos intangíveis (AI). Desta forma, a empresa tem-se vindo a afirmar como fornecedor de equipamentos para missões espaciais científicas e também potenciar internamente a produção para o sector aeronáutico.

Este tipo de investimento tem enorme impacto numa PME visto que a coloca com capacidade para fabricar peças mecânicas adequadas aos seus projetos e autonomia para desenvolver peças de produção única, de muita precisão e rigor.

Com o desenvolvimento do sector, tornou-se imprescindível este investimento de forma a otimizar os processos de criação, produção e manutenção e consequentemente, diferenciar a empresa dos seus concorrentes, no mercado internacional.

Assim, entre 2015 e 2018 foi o período de maior investimento neste tipo de recursos, visto que a empresa aproveitou algumas oportunidades criadas pelo programa Portugal2020 para se estabelecer no mercado como uma solução mais fiável e inovadora. Até 2023 a empresa não conta investir em novos ativos, mas sim, promover uma constante manutenção e melhoria dos existentes.

2.3.1.7 Financiamento

Esta empresa recorre a projetos cofinanciados para conseguir investir em novos processos, materiais e produtos. Com o mesmo objetivo, contrata recursos humanos e aumenta a sua presença em missões internacionais e feiras, para potenciar o seu crescimento e competitividade. No entanto, com o longo prazo de espera na análise dos pedidos de pagamento/adiantamento e avaliação dos relatórios técnicos dos projetos, a empresa acaba por fazer investimentos que demora bastante tempo a ter retorno da parte subsidiada, o que faz com que acabe por viver acima das suas possibilidades.

Desde a sua fundação que a empresa conjuga os seus investimentos com os programas europeus, no entanto, face a todos os contratempos inerentes à adesão a estes projetos, a empresa recorre a capital alheio via financiamento bancário.

As linhas de crédito acumulavam em 2018 cerca de 3 milhões de euros (representando o dobro dos financiamentos obtidos a dezembro de 2015). De realçar que cerca de 500.000 euros correspondem a incentivos reembolsáveis no âmbito de projetos de inovação.

Para os próximos anos, com o plano de negócios que a empresa está atualmente a implementar, espera-se não ter de recorrer a financiamento bancário, mas sim, recorrer pontualmente a suprimentos de sócios ou aumentos de capital subscrito (conforme aconteceu em 2018 e em 2019) para gradualmente se diminuïrem as obrigações tanto perante as instituições de crédito como perante fornecedores.

2.3.1.8 Outros Rendimentos e ganhos (ORG)

À medida que o projeto avança, são reconhecidas as depreciações dos ativos adquiridos. Assim, no centro de custo de cada ativo adquirido no âmbito de um projeto, quando é reconhecida a depreciação mensal, é simultaneamente reconhecida a imputação do subsídio, ou seja, a depreciação multiplicada pela taxa de incentivo de um projeto. Este valor é reconhecido numa conta 7888 (ORG) em contrapartida de uma 593 (Subsídios para investimento). Assim, nestas rúbricas considera-se que a imputação de subsídios ao desenvolvimento, previstos de 2019 a 2023, será uma média dos quatro últimos anos por não se conseguir saber com fiabilidade quais os custos a incorrer, e consequentemente, que rendimento reconhecer.

2.3.2 Demonstrações Financeiras de 2015 a 2023 – Com Financiamentos 2020

Tabela 2.3 - Balanço de 2015 a 2018 e balanço previsional de 2019 a 2023 (em euros)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Ativo Não Corrente | 3.259.631 | 3.487.872 | 3.321.759 | 3.785.026 | 3.900.393 | 3.765.066 | 3.621.881 | 3.459.286 | 3.401.122 |
| Ativos fixos tangíveis | 1.129.075 | 1.220.545 | 1.209.160 | 1.022.735 | 960.330 | 901.733 | 846.712 | 795.047 | 746.535 |
| Propriedades de investimento | | | | | | | | | |
| Ativos Intangíveis | 1.794.272 | 1.898.860 | 1.776.450 | 2.248.616 | 2.639.586 | 2.639.586 | 2.639.586 | 2.639.586 | 2.639.586 |
| Ativos por impostos diferidos | 316.587 | 357.689 | 321.273 | 495.642 | 285.476 | 208.747 | 120.583 | 9.653 | |
| Outros Ativos financeiros | 19.697 | 10.778 | 14.876 | 18.032 | 15.000 | 15.000 | 15.000 | 15.000 | 15.000 |
| Ativo corrente | 2.031.912 | 2.817.950 | 3.792.717 | 3.008.216 | 3.430.523 | 2.901.955 | 2.464.598 | 2.104.601 | 1.895.888 |
| Inventários | 86.140 | 242.661 | 290.674 | 205.439 | 31.702 | 35.777 | 37.165 | 39.383 | 41.642 |
| Clientes | 111.079 | 629.616 | 526.598 | 641.276 | 788.821 | 756.178 | 717.432 | 700.752 | 845.247 |
| Estado e Outros Entes Públicos | 104.949 | 51.167 | 72.819 | 23.968 | | | | | |
| Acionistas/sócios | | | | | | | | | |
| Outras contas a receber | 1.577.760 | 1.805.761 | 2.850.485 | 2.106.992 | 2.585.000 | 2.085.000 | 1.685.000 | 1.339.466 | 984.000 |
| Diferimentos | 72.527 | 32.236 | 42.099 | 25.887 | 20.000 | 20.000 | 20.000 | 20.000 | 20.000 |
| Ativos financeiros detidos para negociação | | | | 890 | | | | | |
| Ativos não correntes detidos para venda | 63.946 | | | | | | | | |
| Caixa e depósitos bancários | 15.510 | 56.509 | 10.041 | 3.764 | 5.000 | 5.000 | 5.000 | 5.000 | 5.000 |
| TOTAL Ativo | 5.291.543 | 6.305.822 | 7.114.476 | 6.793.242 | 7.330.916 | 6.667.021 | 6.086.479 | 5.563.887 | 5.297.010 |
| CAPITAL PRÓPRIO (CP) | | | | | | | | | |
| Capital realizado | 92.000 | 92.000 | 92.000 | 126.600 | 252.200 | 252.200 | 252.200 | 252.200 | 252.200 |

Financiamentos 2020: Que dificuldades na criação de valor? – Case Study

| | | | | | | | | | |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ações (quotas próprias) | | | | | | | | | |
| Outros instrumentos de CP | | | | | | | | | |
| Reservas | 18.400 | 18.400 | 18.400 | 18.400 | 18.400 | 18.400 | 18.400 | 18.400 | 18.400 |
| Outras reservas | 853.487 | 925.858 | 972.971 | 972.971 | 972.971 | 972.971 | 972.971 | 972.971 | 972.971 |
| Resultados transitados | 87.168 | 87.168 | 87.168 | -1.534.566 | -2.352.142 | -1.559.173 | -812.842 | -12.063 | 897.131 |
| Ajustamentos em Ativos Financeiros | 19.716 | 19.716 | 19.716 | 19.716 | 19.716 | 19.716 | 19.716 | 19.716 | 19.716 |
| Excedentes de revalorização | | | | | | | | | |
| Outras variações no CP | 1.405.937 | 1.187.493 | 2.084.451 | 2.066.679 | 2.468.052 | 2.081.397 | 1.160.020 | 1.160.020 | 783.793 |
| Resultado líquido do período | 81.171 | 53.112 | -1.561.316 | -817.576 | 792.969 | 746.331 | 800.779 | 909.193 | 700.913 |
| TOTAL DO CP | 2.557.879 | 2.383.747 | 1.713.389 | 852.223 | 2.172.166 | 2.531.842 | 2.411.244 | 3.320.437 | 3.645.124 |
| PASSIVO | | | | | | | | | |
| Passivo não corrente | 1.266.786 | 1.503.136 | 1.866.717 | 2.737.328 | 2.515.277 | 2.000.868 | 1.518.150 | 1.109.841 | 533.306 |
| Provisões | | | | | | | | | |
| Financiamentos obtidos | 1.068.978 | 1.369.212 | 1.413.292 | 2.206.982 | 1.915.277 | 1.458.259 | 1.069.003 | 729.841 | 333.306 |
| Outras Contas a pagar | 197.808 | 133.924 | 453.425 | 530.346 | 600.000 | 542.609 | 449.147 | 380.000 | 200.000 |
| Passivo corrente | 1.466.878 | 2.418.939 | 3.534.370 | 3.203.691 | 2.643.473 | 2.134.311 | 2.157.085 | 1.133.609 | 1.118.580 |
| Fornecedores | 65.868 | 365.830 | 554.506 | 1.086.456 | 1.357.622 | 1.532.116 | 1.591.581 | 686.554 | 882.266 |
| Estado e Outros Entes Públicos | 91.901 | 116.642 | 137.265 | 213.945 | 118.978 | 68.947 | 72.225 | 76.968 | 10.559 |
| Acionistas/sócios | | | | | | | | | |
| Financiamentos Obtidos | 499.789 | 716.324 | 1.327.759 | 1.129.747 | 559.824 | 352.346 | 244.868 | 177.390 | 99.912 |
| Outras contas a pagar | 809.320 | 1.208.503 | 1.219.893 | 564.049 | 399.800 | 89.387 | 191.411 | 192.697 | 125.843 |
| Diferimentos | | 11.639 | 294.948 | 209.494 | 207.249 | 91.515 | 57.000 | | |
| TOTAL PASSIVO | 2.733.664 | 3.922.075 | 5.401.086 | 5.941.019 | 5.158.750 | 4.135.179 | 3.675.235 | 2.243.450 | 1.651.886 |
| TOTAL PASSIVO + CP | 5.291.543 | 6.305.822 | 7.114.476 | 6.793.242 | 7.330.916 | 6.667.021 | 6.086.479 | 5.563.887 | 5.297.010 |

Tabela 2.4 - Demonstração de resultados de 2015 a 2018 e demonstração de resultados previsional de 2019 a 2023 (em euros)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|----------------|----------------|-------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Vendas e serviços prestados | 1,492,323 | 2,062,423 | 1,861,085 | 1,783,401 | 2,627,673 | 2,965,406 | 3,080,500 | 3,264,320 | 3,451,508 |
| Subsídios à Exploração | 62,995 | 222,014 | 193,383 | 186,542 | | | | | |
| Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos | | 56,476 | | | | | | | |
| Variação nos inventários da produção | | | 39,076 | -47,741 | | | | | |
| Trabalhos para a própria entidade | 596,081 | 621,459 | 588,370 | 1,216,511 | 945,370 | 700,000 | 700,000 | 700,000 | 500,000 |
| CMVMC | 147,910 | 88,900 | 457,004 | 148,959 | 219,477 | 247,686 | 257,299 | 272,653 | 288,287 |
| Fornecimento e serviços externos | 787,711 | 1,343,633 | 1,696,162 | 1,701,679 | 1,022,251 | 1,153,640 | 1,198,415 | 1,269,927 | 1,342,750 |
| Gastos com o pessoal | 815,736 | 1,114,654 | 1,530,744 | 1,651,407 | 1,004,054 | 1,094,759 | 1,112,958 | 1,112,958 | 1,157,716 |
| Imparidade de inventários (perdas/reversões) | | | | | | | | | |
| Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões) | | | | | | | | | |
| Provisões (aumentos/reduções) | | | | | | | | | |
| Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões) | | | 37,925 | | | | | | |
| Aumentos/reduções de justo valor | | | | | | | | | |
| Outros rendimentos e ganhos | 426,479 | 465,034 | 619,565 | 773,808 | 500,000 | 500,000 | 500,000 | 500,000 | 500,000 |
| Outros gastos e perdas | 20,806 | 21,493 | 49,053 | 410,123 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 |
| EBITDA (Resultado antes depreciações, gastos financiamento e impostos) | 805,713 | 858,726 | -469,408 | 353 | 1,702,262 | 1,544,321 | 1,586,827 | 1,683,782 | 1,537,755 |
| Gastos/reversões de depreciação e amortização | 715,716 | 785,259 | 1,010,022 | 902,389 | 902,389 | 800,000 | 800,000 | 800,000 | 800,000 |
| Imparidade de ativos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões) | | | | | | | | | |
| EBIT (Resultado Operacional) | 89,997 | 73,467 | -1,479,429 | -902,035 | 799,873 | 744,321 | 786,827 | 883,782 | 737,755 |
| Juros e rendimentos similares obtidos | | | 6,139 | | 26,258 | 35,172 | 42,969 | 50,284 | 56,719 |
| Juros e gastos similares suportados | 48,268 | 53,733 | 46,011 | 80,235 | 33,163 | 33,163 | 29,017 | 24,872 | 20,727 |
| RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS | 41,729 | 19,734 | -1,519,302 | -982,270 | 792,969 | 746,331 | 800,779 | 909,193 | 773,747 |
| Imposto sobre o rendimento do período | 39,442 | 33,378 | -42,015 | 164,694 | | | | | -72,834 |
| RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO | 81,171 | 53,112 | -1,561,316 | -817,576 | 792,969 | 746,331 | 800,779 | 909,193 | 700,913 |

2.3.3 Efeito dos Projetos 2020

Para a obtenção do balanço e demonstração de resultados sem existirem evidências dos projetos 2020, foi necessário reverter todas as contabilizações feitas referentes aos mesmos. Com base nos relatórios de contas da empresa é possível perceber que rubricas incluem subsídios ou despesas relacionadas com os mesmos.

Para este efeito, apresentam-se de seguida as contas que serão necessárias ajustar e o devido enquadramento:

2.3.3.1 Conta 274 – Ativos por impostos diferidos

A rubrica “Ativos por impostos diferidos” tem origem no SIFIDE - Sistema de Incentivos Fiscais em Investigação e Desenvolvimento Empresarial. Este valor reflete o total acumulado até ao ano corrente. Como este valor é possível utilizar durante 8 anos, e todos os anos a empresa se candidata, este valor altera por utilização, caducidade ou constituição. A empresa em análise apresenta no seu relatório de contas anual a atualização do saldo da conta espelhando os movimentos bem como os saldos atuais e último ano de utilização. Esta rubrica trata um benefício fiscal para as empresas com desenvolvimento em I&D, e não de um subsídio 2020, e caso a empresa não fosse alvo de subsídios, a parte não subsidiada era superior ao submetido logo o benefício fiscal apurado seria superior.

No entanto, como não é possível apurar com fiabilidade qual seria o valor retificado em cada ano, de acordo com os dados atuais disponibilizados pela empresa, assumindo a média dos últimos quatro anos, a empresa consegue aumentar anualmente o crédito fiscal em 80.000€. Nos anos em que a empresa teria IRC a pagar, é deduzido o valor do crédito fiscal acumulado máximo.

2.3.3.2 Conta 2781 Outras contas a receber – Devedores diversos

Os subsídios a receber referem-se essencialmente a valores contratualizados relativos a subsídios ao investimento, e registados em capital próprio. Apesar da empresa poder afirmar com fiabilidade que o seu valor será recebido, não sendo possível aferir com rigor o prazo em que os mesmos serão liquidados, a empresa regista o valor a receber no ativo corrente. Revertendo este procedimento temos:

Tabela 2.5 - Ajustamentos na conta 2781 (em euros)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Subsídios contratualizados a receber | 634,739 | 725,137 | 1,925,516 | 1,749,502 |
| Conta 2781 | 1,577,760 | 1,805,761 | 2,888,410 | 2,106,992 |
| Conta 2781 Ajustada | 943,021 | 1,080,625 | 962,894 | 357,491 |

2.3.3.3 Conta 2789 Impostos diferidos - Subsídios ao investimento

A rubrica “Outras contas a pagar” apresentava no fim de cada ano, uma secção denominada “Ajustamentos em subsídios”. Este valor representa o imposto futuro relacionado com os projetos cofinanciados, resultante do produto do montante que se espera ser reconhecido em cada ano pela taxa de IRC (21%). Esta rubrica apresenta-se dividida em corrente e não corrente consoante o momento em que está planeada incorrer cada despesa.

Tabela 2.6 - Ajustamentos na conta 2789 (em euros)

| Ajustamentos em subsídios | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Corrente | 176,499 | 182,315 | 100,649 | 19,009 |
| Não Correntes | 197,808 | 133,924 | 453,425 | 530,346 |
| Conta 2789 Corrente | 809,320 | 1,208,503 | 1,219,893 | 564,049 |
| Conta 2789 Não Corrente | 197,808 | 133,924 | 453,425 | 530,346 |
| Conta 2789 Ajustada – Corrente | 632,821 | 1,026,188 | 1,119,243 | 545,040 |
| Conta 2789 Ajustada - Não Corrente | 0 | 0 | 0 | 0 |

2.3.3.4 Conta 2829 Diferimentos – Outros rendimentos a reconhecer

A empresa movimenta a conta 2829 no momento do recebimento do subsídio, a crédito, e salda a conta mensalmente pela imputação mensal do subsídio à exploração. A empresa em estudo, no âmbito de subsídios à exploração apenas costuma ter incentivos para aquisição de mão de obra qualificada, aproveitando os incentivos do Instituto do Emprego e Formação Profissional (IEFP) para contratar estagiários e de seguida contrata-los, dando-lhes capacidade para adquirir conhecimento no sector da empresa.

Tabela 2.7 - Ajustamentos na conta 2829 (em euros)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|--------|---------|---------|
| Diferimentos - Rendimentos a reconhecer | 0 | 11,639 | 11,984 | 2,829 |
| Conta 2829 | | 11,639 | 294,948 | 209,494 |
| Conta 2829 Ajustada | 0 | 0 | 282,963 | 206,665 |

2.3.3.5 Conta 59 Outras variações no capital próprio (CP)

A rubrica Ajustamentos em CP, pertencente à conta “Outras variações no capital próprio”, representa os subsídios associados a ativos fixos tangíveis e intangíveis, líquidos de imposto, calculado pela soma entre os ajustamentos em subsídios (592) e subsídios (593). De notar que a conta 592 é usada para se reconhecer os impostos diferidos, aquando a imputação mensal de cada projeto.

Assim, como todo o valor desta rubrica reflete o efeito dos incentivos 2020, as novas demonstrações financeiras irão apresentar um valor nulo para esta conta.

Tabela 2.8- Ajustamentos na conta 59 (em euros)

| Variações no capital próprio | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 592 Ajustamentos em subsídios | -373,730 | -315,663 | -554,090 | -549,370 |
| 593 Subsídios | 1,779,667 | 1,503,156 | 2,638,541 | 2,616,049 |
| Conta 59 | 1,405,937 | 1,187,493 | 2,084,451 | 2,066,679 |
| Conta 59 Ajustada | 0 | 0 | 0 | 0 |

2.3.3.6 Conta 75 Subsídios de exploração

Os subsídios do governo são reconhecidos ao seu justo valor, quando existe uma garantia suficiente de que o subsídio venha a ser recebido e de que a empresa cumpre com todas as condições para o receber. O valor da conta 75 (Subsídios à exploração) é reconhecido por contrapartida da conta 2829 (Diferimentos – Outros Rendimentos a reconhecer). Como todo o valor desta conta se refere a subsídios, o valor que estava apresentado nas demonstrações financeiras tem de ser desreconhecido.

Tabela 2.9 - Ajustamentos na conta 75 (em euros)

| Variações no capital próprio | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Conta 75 | 62,995 | 222,014 | 193,383 | 186,542 |
| Conta 75 Ajustada | 0 | 0 | 0 | 0 |

2.3.3.7 Conta 7883 - Outros rendimentos e ganhos

A subconta 7883 movimenta-se em contrapartida da conta 593 (Outras variações no capital próprio – Subsídios) visto que refere à imputação de subsídios para investimento. O valor a desreconhecer será o acumulado de cada mês visto que é feita a imputação mensal dos subsídios, que consiste no produto entre as despesas correntes do projeto (essencialmente gastos com pessoal e FSE imputado a cada um) e a taxa de incentivo do projeto, reconhecendo assim a parte financiada dos ativos tangíveis e intangíveis adquiridos no âmbito dos projetos a decorrer.

Tabela 2.10 - Ajustamentos na conta 7883 (em euros)

| Outros rendimentos e ganhos | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Imputação de Subsídios para Investimento | 402,145 | 413,565 | 590,817 | 669,806 |
| Conta 7883 | 426,479 | 465,034 | 619,565 | 773,808 |
| Conta 7883 Ajustada | 24,334 | 51,469 | 28,748 | 104,002 |

2.3.3.8 Conta de Meios financeiros líquidos ou Capital alheio

Chegando assim ao final do ajustamento das demonstrações financeiras da empresa em estudo, para os anos 2015 a 2018, verificamos que há uma diferença entre o total do ativo e a soma do total do capital próprio e passivo, não se estando assim a cumprir a equação fundamental da contabilidade.

Esta diferença acontece porque os valores das contas 2829 e 278 são reconhecidos aquando do recebimento do subsídio, pelo débito da conta 12 (Depósitos à ordem), quer tenha sido nos anos em análise ou nos anos anteriores. Desta forma, se a empresa nunca tivesse recorrido a incentivos 2020, não tinha alternativa senão recorrer a capital alheio via financiamento bancário para cumprir as suas necessidades. Assim, o valor ajustado da conta apresenta-se de seguida:

Tabela 2.11 - Ajustamentos na conta 25 de 2015 a 2018 (em euros)

| Diferença entre Total Ativo e | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Total Passivo + Capital Próprio | 1,610,644 | 1,809,783 | 2,513,554 | 3,415,927 |
| Financiamentos obtidos (Não Corrente) | 1,068,978 | 1,369,212 | 1,413,292 | 2,206,982 |
| Ajustamento Financiamentos Obtidos | 2,679,622 | 3,178,994 | 3,926,845 | 5,622,909 |

2.3.3.9 Outros ajustamentos

Após a obtenção das DFs ajustadas de 2015 a 2018, é necessário ajustar as previsões conforme os pressupostos conforme o ponto 2.3.1., evidenciando assim as seguintes alterações:

- No balanço, a rubrica “Outras contas a receber” é calculada com base na média dos últimos quatro anos;
- À semelhança do pressuposto para o CMVMC, considerando o peso das rubricas *fornecedores de contratos plurianuais e outras entidades* no total das contas a pagar, podemos considerar que quanto maior for o crescimento das vendas, maior é o CMVMC e consequentemente, maior é o valor da rubrica “Outras contas a pagar”. Assim, para 2019 é considerado o valor da média dos últimos quatro anos e o produto da taxa de crescimento de negócio. A partir de 2020 apenas se considera a evolução do crescimento de negócio para avaliar o crescimento do montante desta rubrica;
- No que refere aos valores da conta 59 (Outras variações no CP), como mencionado no ponto 2.3.3.5, no caso desta empresa, esta rubrica inclui apenas os valores dos projetos de investimento, o que significa que se os projetos deixam de existir até 2018, os valores previsionais teriam também de ser retirados, passando toda a rubrica a ser valor nulo;
- Na demonstração de resultados, as rubricas “Outros rendimentos e ganhos” e “Outros Gastos e Perdas” passam a apresentar valores correspondentes à média dos últimos quatro anos, respetivamente, 52.000€ e 125.000€;

Por fim, assumindo a mesma conclusão do ponto anterior, como a empresa não tem meios líquidos financeiros disponíveis, assume-se que o valor que corresponde à diferença do balanço se deve inserir na conta de financiamentos obtidos. A conta “*Juros e gastos similares suportados*” será consequentemente ajustada visto que o capital

financiado aumenta e como o valor desta rubrica se obtém pelo cálculo do produto da taxa de juro média ponderada de empréstimos de Médio Longo Prazo (1.62%) e o valor total de financiamentos obtidos, o valor desta rubrica aumenta também.

Tabela 2.12 - Ajustamentos na conta 25 de 2019 a 2023 (em euros)

| Diferença entre Total Ativo e | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Passivo + CP | 3,357,432 | 3,374,762 | 3,237,351 | 4,158,444 | 4,297,554 |
| Financiamentos obtidos (Não Corrente) | 2,134,848 | 1,801,495 | 1,780,000 | 1,665,466 | 1,211,985 |
| Ajustamento Financiamentos Obtidos | 5,492,280 | 5,176,257 | 5,017,351 | 5,823,910 | 5,509,539 |

2.3.4 Demonstrações Financeiras de 2015 a 2023 – Sem Financiamentos 2020

Tabela 2.13 - Balanço de 2015 a 2018 e balanço previsional de 2019 a 2023, sem financiamentos 2020 (em euros)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Ativo Não Corrente | 3,259,631 | 3,487,872 | 3,321,759 | 3,785,025 | 3,994,472 | 3,953,226 | 3,904,121 | 3,835,606 | 3,798,687 |
| Ativos fixos tangíveis | 1,129,075 | 1,220,545 | 1,209,160 | 1,022,735 | 960,330 | 901,733 | 846,712 | 795,047 | 746,535 |
| Propriedades de investimento | | | | | | | | | |
| Ativos Intangíveis | 1,794,272 | 1,898,860 | 1,776,450 | 2,248,616 | 2,639,586 | 2,639,586 | 2,639,586 | 2,639,586 | 2,639,586 |
| Ativos por impostos diferidos | 316,587 | 357,689 | 321,273 | 495,642 | 379,556 | 396,907 | 402,823 | 385,973 | 397,566 |
| Outros Ativos financeiros | 19,697 | 10,778 | 14,876 | 18,032 | 15,000 | 15,000 | 15,000 | 15,000 | 15,000 |
| Ativo corrente | 1,354,492 | 2,007,383 | 1,822,596 | 982,333 | 1,522,842 | 1,536,310 | 1,586,408 | 1,702,516 | 1,912,936 |
| Inventários | 86,140 | 242,661 | 290,674 | 205,439 | 31,702 | 35,777 | 37,165 | 39,383 | 41,642 |
| Clientes | 68,398 | 544,185 | 444,069 | 364,895 | 630,140 | 639,533 | 688,242 | 802,133 | 1,010,295 |
| Estado e Outros Entes Públicos | 104,949 | 51,167 | 72,819 | 23,968 | | | | | |
| Acionistas/sócios | | | | | | | | | |
| Outras contas a receber | 943,021 | 1,080,625 | 962,894 | 357,491 | 836,000 | 836,000 | 836,000 | 836,000 | 836,000 |
| Diferimentos | 72,527 | 32,236 | 42,099 | 25,887 | 20,000 | 20,000 | 20,000 | 20,000 | 20,000 |
| Ativos financeiros detidos para negociação | | | | 890 | | | | | |
| Ativos não correntes detidos para venda | 63,946 | | | | | | | | |
| Caixa e depósitos bancários | 15,510 | 56,509 | 10,041 | 3,764 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| TOTAL Ativo | 4,614,123 | 5,495,255 | 5,144,355 | 4,767,358 | 5,517,314 | 5,489,536 | 5,490,529 | 5,538,122 | 5,711,624 |
| CAPITAL PRÓPRIO (CP) | | | | | | | | | |
| Capital realizado | 92,000 | 92,000 | 92,000 | 126,600 | 252,200 | 252,200 | 252,200 | 252,200 | 252,200 |
| Ações (quotas próprias) | | | | | | | | | |

Financiamentos 2020: Que dificuldades na criação de valor? – Case Study

| | | | | | | | | | |
|------------------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Outros instrumentos de CP | | | | | | | | | |
| Reservas | 18,400 | 18,400 | 18,400 | 18,400 | 18,400 | 18,400 | 18,400 | 18,400 | 18,400 |
| Outras reservas | 853,487 | 925,858 | 972,971 | 972,971 | 972,971 | 972,971 | 972,971 | 972,971 | 972,971 |
| Resultados transitados | 87,168 | -339,481 | -964,698 | -3,307,313 | -5,175,090 | -4,904,851 | -4,675,039 | -4,389,456 | -4,009,210 |
| Ajustamentos em Ativos Financeiros | 19,716 | 19,716 | 19,716 | 19,716 | 19,716 | 19,716 | 19,716 | 19,716 | 19,716 |
| Excedentes de revalorização | | | | | | | | | |
| Outras variações no CP | | | | | | | | | |
| Resultado líquido do período | -426,649 | -625,217 | -2,342,615 | -1,867,777 | 270,239 | 229,812 | 285,583 | 380,247 | 246,094 |
| TOTAL DO CP | 644,122 | 91,276 | -2,204,227 | -4,037,403 | -3,641,564 | -3,411,753 | -3,126,170 | -2,745,923 | -2,499,829 |
| PASSIVO | | | | | | | | | |
| Passivo não corrente | 2,679,622 | 3,178,994 | 3,926,845 | 5,622,909 | 5,492,280 | 5,176,257 | 5,017,351 | 5,823,910 | 5,509,539 |
| Provisões | | | | | | | | | |
| Financiamentos obtidos | 2,679,622 | 3,178,994 | 3,926,845 | 5,622,909 | 5,492,280 | 5,176,257 | 5,017,351 | 5,823,910 | 5,509,539 |
| Outras Contas a pagar | | | | | | | | | |
| Passivo corrente | 1,290,379 | 2,224,984 | 3,421,737 | 3,181,853 | 3,666,600 | 3,725,032 | 3,599,348 | 2,460,135 | 2,701,913 |
| Fornecedores | 65,868 | 365,830 | 554,506 | 1,086,456 | 1,357,622 | 1,532,116 | 1,591,581 | 686,554 | 882,266 |
| Estado e Outros Entes Públicos | 91,901 | 116,642 | 137,265 | 213,945 | 118,978 | 68,947 | 72,225 | 76,968 | 83,393 |
| Acionistas/sócios | | | | | | | | | |
| Financiamentos Obtidos | 499,789 | 716,324 | 1,327,759 | 1,129,747 | 759,824 | 652,346 | 444,868 | 177,390 | 129,912 |
| Outras contas a pagar | 632,821 | 1,026,188 | 1,119,243 | 545,040 | 1,222,927 | 1,380,108 | 1,433,673 | 1,519,223 | 1,606,342 |
| Diferimentos | | | 282,963 | 206,665 | 207,249 | 91,515 | 57,000 | | |
| TOTAL PASSIVO | 3,970,001 | 5,403,979 | 7,348,582 | 8,804,762 | 9,158,880 | 8,901,289 | 8,616,698 | 8,284,045 | 8,211,453 |
| TOTAL PASSIVO + CP | 4,614,123 | 5,495,255 | 5,144,355 | 4,767,358 | 5,517,316 | 5,489,536 | 5,490,529 | 5,538,122 | 5,711,624 |

Tabela 2.14 - Demonstração de resultados de 2015 a 2018 e demonstração de resultados previsional de 2019 a 2023, sem financiamentos 2020 (em euros)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Vendas e serviços prestados | 1,492,323 | 2,062,423 | 1,861,085 | 1,783,401 | 2,627,673 | 2,965,406 | 3,080,500 | 3,264,320 | 3,451,508 |
| Subsídios à Exploração | | | | | | | | | |
| Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos | | 56,476 | | | | | | | |
| Variação nos inventários da produção | | | 39,076 | -47,741 | | | | | |
| Trabalhos para a própria entidade | 596,081 | 621,459 | 588,370 | 1,216,511 | 945,370 | 700,000 | 700,000 | 700,000 | 500,000 |
| CMVMC | 147,910 | 88,900 | 457,004 | 148,959 | 219,477 | 247,686 | 257,299 | 272,653 | 288,287 |
| Fornecimento e serviços externos | 787,711 | 1,343,633 | 1,696,162 | 1,701,679 | 1,022,251 | 1,153,640 | 1,198,415 | 1,269,927 | 1,342,750 |
| Gastos com o pessoal | 815,736 | 1,114,654 | 1,530,744 | 1,651,407 | 1,004,054 | 1,094,759 | 1,112,958 | 1,112,958 | 1,157,716 |
| Imparidade de inventários (perdas/reversões) | | | | | | | | | |
| Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões) | | | | | | | | | |
| Provisões (aumentos/reduções) | | | | | | | | | |
| Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões) | | | 37,925 | | | | | | |
| Aumentos/reduções de justo valor | | | | | | | | | |
| Outros rendimentos e ganhos | 24,334 | 51,469 | 28,748 | 104,002 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 | 52,000 |
| Outros gastos e perdas | 20,806 | 21,493 | 49,053 | 410,123 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 |
| EBITDA (Resultado antes depreciações, gastos financiamento e impostos) | 340,574 | 223,146 | -1,253,608 | -855,995 | 1,254,262 | 1,096,321 | 1,138,827 | 1,235,782 | 1,089,755 |
| Gastos/reversões de depreciação e amortização | 715,716 | 785,259 | 1,010,022 | 902,389 | 902,389 | 800,000 | 800,000 | 800,000 | 800,000 |
| Imparidade de ativos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões) | | | | | | | | | |
| EBIT (Resultado Operacional) | -375,142 | -562,113 | -2,263,630 | -1,758,384 | 351,873 | 296,321 | 338,827 | 435,782 | 289,755 |
| Juros e rendimentos similares obtidos | | | 6,139 | | 19,650 | 27,914 | 35,243 | 41,686 | 47,698 |
| Juros e gastos similares suportados | 51,506 | 63,104 | 85,125 | 109,393 | 101,284 | 94,423 | 88,488 | 97,221 | 91,359 |
| RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS | -426,649 | -625,217 | -2,342,615 | -1,867,777 | 270,239 | 229,812 | 285,583 | 380,247 | 246,094 |
| Imposto sobre o rendimento do período | | | | | | | | | |
| RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO | -426,649 | -625,217 | -2,342,615 | -1,867,777 | 270,239 | 229,812 | 285,583 | 380,247 | 246,094 |

3 CAPÍTULO 3 - APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

3.1 Rácios Financeiros

O objetivo do presente estudo é a análise e comparação da evolução da criação de valor para os dados da empresa com e sem financiamentos 2020. Note-se que a medição da criação de valor pode ser feita tanto na perspetiva do investidor como da empresa segundo Neves (2012), mas, neste estudo, o foco é sempre na perspetiva da empresa. Neste sentido, e uma vez que não existe consenso acerca de qual ou quais as variáveis que melhor explicam o desempenho empresarial, as métricas apresentadas são consideradas as mais usadas pelos analistas na avaliação do desempenho das empresas, e absorvem grande parte de outros indicadores que também poderiam ser usados.

3.1.1 *Return on Investment (ROI) e Return on Assets (ROA)*

O rácio ROI representa a taxa de remuneração dos ativos líquidos, ou seja, apresenta em percentagem qual foi o resultado criado pela atividade face ao investimento realizado necessário para o normal funcionamento do negócio. Para o cálculo da análise tradicional deste rácio, é usada a informação disponível nas demonstrações financeiras. Quanto maior a rendibilidade do investimento, melhor será a *performance* da empresa. Teixeira (2008a) realça que ROI é o indicador mais utilizado na avaliação da rendibilidade.

A ROA, em português Rendibilidade do Ativo, expressa a capacidade que a empresa tem de gerar lucros face aos ativos disponíveis, por outras palavras, como é que os ativos estão a ser rentabilizados pela empresa. Docekalová et al. (2015) realizou um estudo no qual conclui que a ROA e o Cash-Flow são os que melhor retratam a sustentabilidade das empresas. Da mesma forma que o ROI, quanto maior for a rendibilidade do ativo, melhor será a *performance* da empresa. Martin e Petty (2004) referem que estas medidas de avaliação de desempenho financeiro, não consideram o custo de oportunidade do capital próprio nem o valor do dinheiro no tempo, o que faz com que seja uma desvantagem face a outros rácios de rendibilidade.

Assim, é possível observar no gráfico da figura 3.1 e 3.2 que a empresa com recurso a projetos 2020 tem melhor desempenho do que teria sem projetos, o que significa que tem mais capacidade de gerar lucros tanto face aos investimentos como aos ativos. No

entanto, realçar que em ambas as análises são apresentadas tendências semelhantes, sendo marcadas em 2017 e 2018 por valores negativos, e nos anos seguintes um rácio superior a 10%, com uma ligeira tendência de crescimento até 2023, pressupondo a existência de financiamentos 2020. Por outro lado, tanto no gráfico da figura 3.1 como da figura 3.2 se a empresa não recorresse a projetos cofinanciados apresentaria uma rentabilidade negativa, de 2015 a 2018, sendo que a tendência de crescimento pouco positiva, rondando sempre metade da evolução da opção anterior.

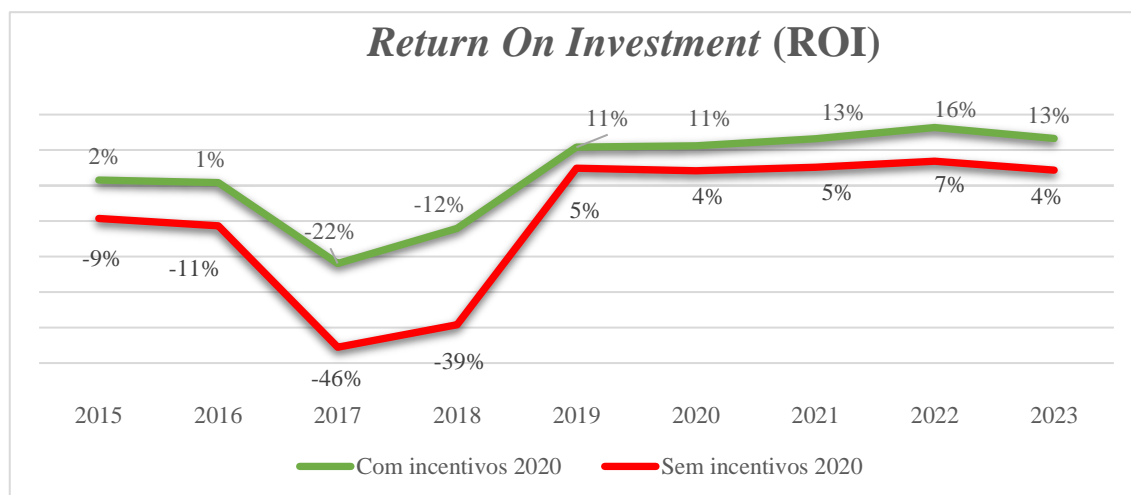


Figura 3.1 - Evolução da rentabilidade do investimento total, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

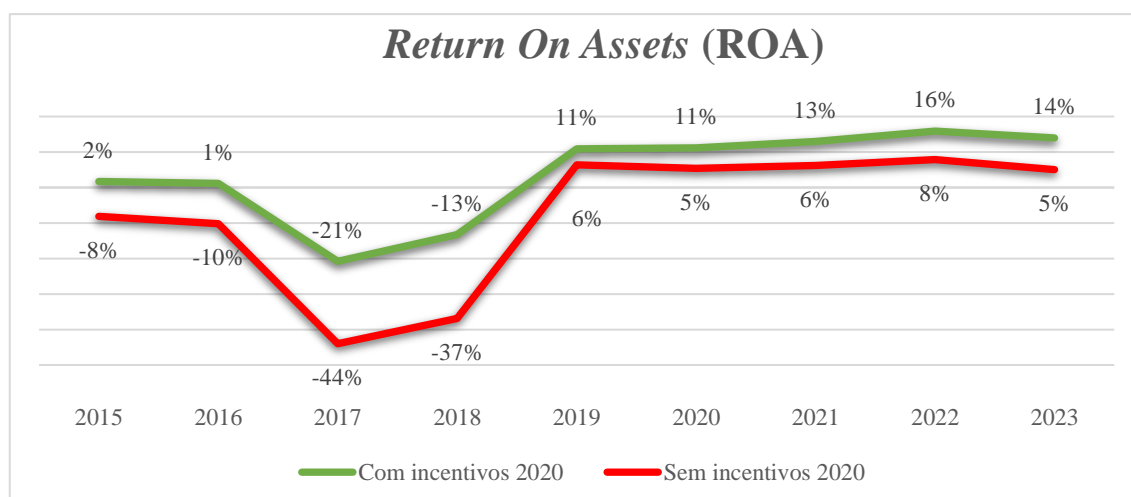


Figura 3.2 - Evolução da rentabilidade do ativo, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

3.1.2 *Return on Equity (ROE)*

No que refere à rentabilidade do património (capital próprio), este rácio mede o grau de remuneração dos acionistas da empresa, visto que é traduzido como o quociente entre o lucro e os capitais próprios. Esta análise é bastante usada pelos bancos para avaliar qual

a estrutura de financiamentos da empresa e se os recursos financeiros estão a ser geridos eficientemente. De acordo com o gráfico da figura 3.3, é possível concluir que sem recorrer a financiamentos 2020, a empresa não seria capaz de gerar lucro, o que pode indicar que os recursos não estão a ser bem geridos. Contrariamente, para o mesmo período em análise, pode-se constatar que os dois anos em que este rácio se apresenta negativo é consequência dos anos de rendimento líquido negativo. No entanto, os anos seguintes refletem uma rápida recuperação da empresa em análise, passando a rondar os 25% de retorno de património.

De realçar que este rácio difere do ROI e do ROA visto que apenas avalia o retorno do património enquanto que os outros rácios avaliam o retorno dos ativos totais, quer sejam estes financiados por autofinanciamento ou capital alheio.

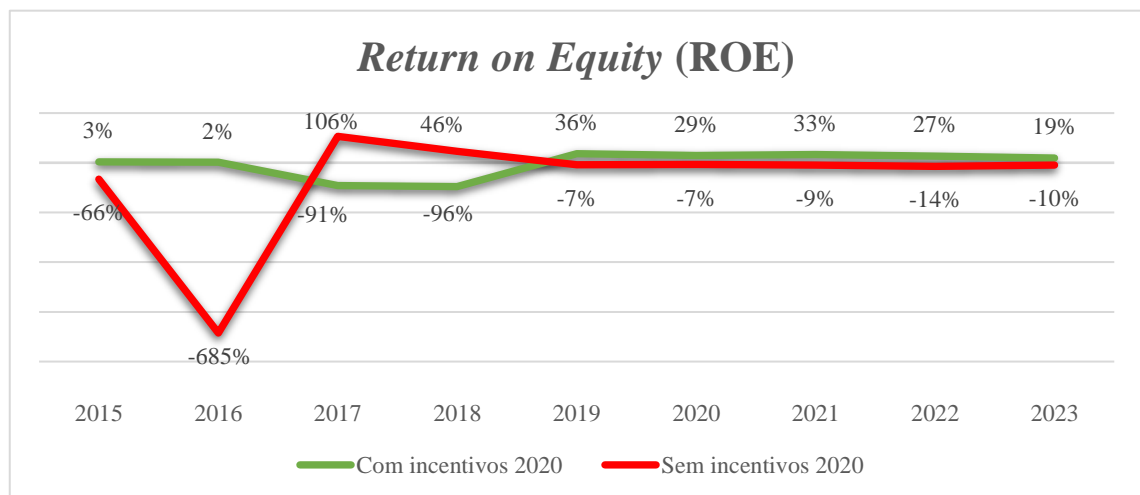


Figura 3.3 - Evolução da rentabilidade do capital próprio, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

3.1.3 Lucro por Ação (LPA)

Outro rácio relevante para medir o valor da empresa é o Lucro por Ação (LPA), que é calculado pelo quociente entre o resultado líquido e o número de ações da empresa, sendo que este último não está sujeito à influência de critérios contabilísticos. Por este motivo, Neves (2000) indica que por vezes este indicador é preferido em relação à rentabilidade porque é uma valoração direta do título.

Neste caso, as ações da empresa são iguais tanto nas demonstrações financeiras com projetos como sem projetos cofinanciados, portanto, é possível afirmar que o motivo da variação deste rácio prende-se com a variação do lucro da empresa. Assim, à semelhança dos rácios anteriores, de acordo com o gráfico da figura 3.4, as DF com

incentivos 2020 apresentam melhores resultados do que sem incentivos, durante todo o período em análise.



Figura 3.4 - Evolução do lucro por ação, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

3.1.4 *Economic value added (EVA®)*

Uma das ferramentas com mais impacto nos dias de hoje é o EVA®. Conceito desenvolvido em 1965 por Salomon, acaba por ser patenteado na década de 90 pela empresa de consultoria Stern Stewart & Co. (Martins, 2015). No âmbito da avaliação de criação de valor financeiro com base nos resultados contabilísticos, o EVA® está entre os mais referidos na literatura enquanto importante método de avaliação do valor, segundo Neves (2011).

Este método de avaliação torna-se bastante distinto dos anteriormente descritos devido ao facto de sintetizar num só modelo todos os fatores relacionados com a criação de valor, sendo que segundo Copeland, Koller e Murrin (2001), poderá ser utilizado para avaliar no presente, o desempenho financeiro passado, sendo possível perceber se existiu criação ou destruição de valor, quanto e como foi agregado ou desagregado. Neste seguimento, Stephens e Bartunek (1997) realçam que além de avaliar o passado, mas com base nele, é possível usar este rácio para planear e controlar no futuro.

Segundo Neves (2011) o EVA® pode calcular-se, de uma forma simples, como a diferença entre os resultados operacionais líquidos de imposto e o montante de resultados exigidos pelos detentores do capital e pelos credores no caso das entidades com endividamento.

Assim, quando o EVA® é superior a zero, o resultado operacional líquido é superior ao custo do capital investido logo existe criação de valor. Se, pelo contrário, este rácio é

inferior a zero, significa que o resultado operacional líquido do período não está a ser suficiente para cobrir o custo do capital investido logo há destruição de valor.

De acordo com a tendência apresentada no gráfico da figura 3.5, é possível observar a tendência é muito semelhante para a empresa quer seja financiada por projetos 2020, quer não seja financiada pelos mesmos. No entanto, ao contrário dos índices anteriormente calculados, a empresa com financiamentos 2020 não terá melhor desempenho do que sem eles. Este comportamento é explicado pelo custo do capital investido, que varia entre as duas DFs que são apresentadas, visto que o passivo é remunerado, ao contrário dos financiamentos 2020 que quando acontecem são quase sempre a fundo perdido. Assim, verificamos que há destruição de valor até 2018, e criação de valor para ambas as hipóteses em análise após esta data.

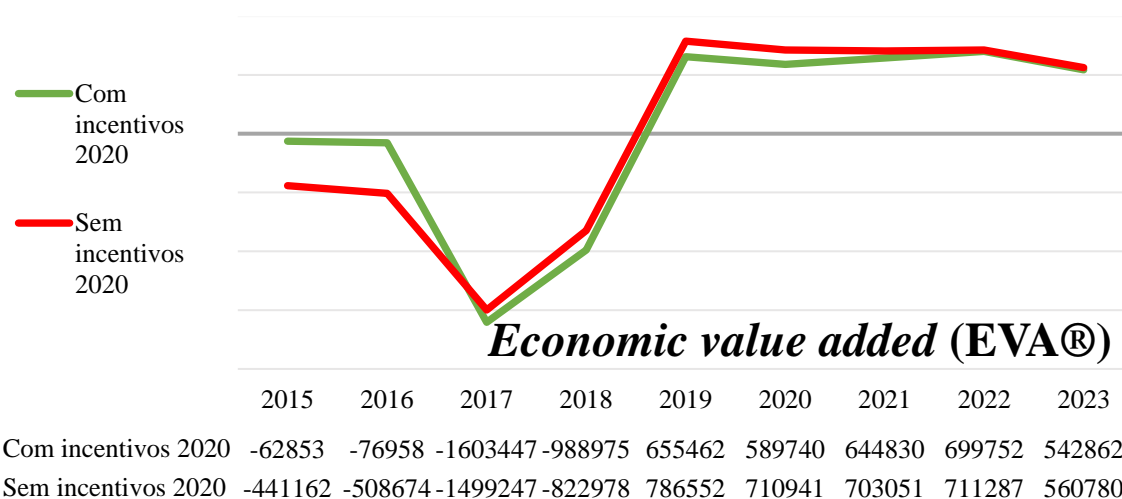


Figura 3.5 - Evolução do valor económico criado, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

3.1.5 Rendibilidade Supranormal (RS)

Este rácio é calculado através do produto entre a rendibilidade gerada e o custo de capital investido. A margem obtida entre a rendibilidade e o custo do capital é que irá determinar a tendência da RS, o que basicamente se reflete nos princípios do cálculo do EVA®, de considerar fatores que do modelo tradicional não são considerados. Teixeira (2008) ressalva ainda que se este rácio for bem calculado terá uma tendência igual à apresentada pelo EVA®.

Como se pode comprovar, como base na análise do gráfico da figura 3.6, de facto as tendências em ambas as DF em estudo são bastante semelhantes à tendência calculada pelo modelo do EVA®, apresentado anteriormente na figura 3.5. Até 2018 não há rendibilidade supranormal, tendência que será invertida após este ano e, haverá mais rendibilidade supranormal nas DF sem projetos do que nas DF com projetos.

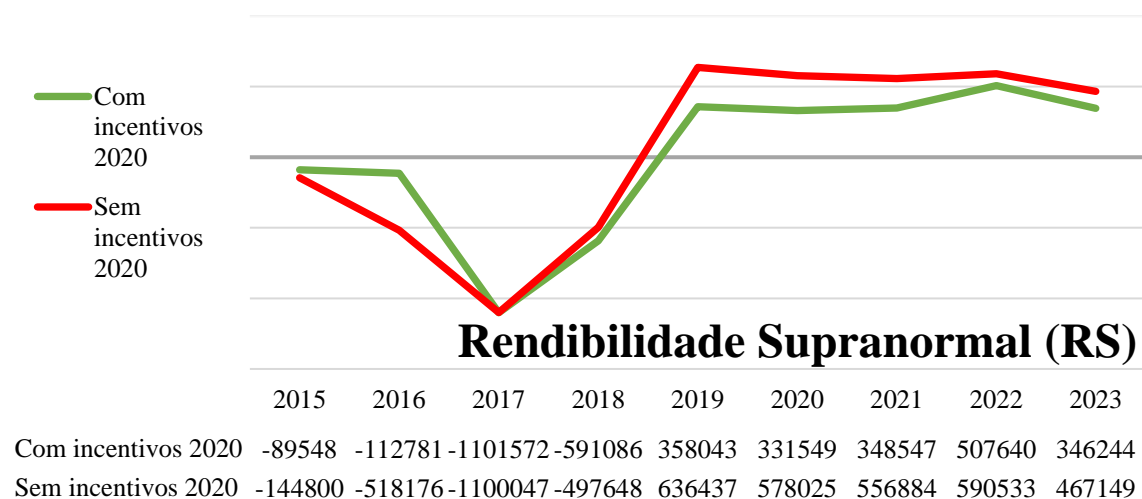


Figura 3.6 - Evolução da rendibilidade supranormal, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

3.1.6 Autonomia Financeira

Para o período em análise, é também relevante verificar se a empresa consegue ser autónoma ou não, ainda que seja capaz de criar valor. Quanto mais negativo for o rácio, mais dependente está de capital alheio.

Segundo os dados que é possível observar no gráfico da figura 3.7, verifica-se que com incentivos 2020 a empresa consegue ser financeiramente autónoma, sendo que de 2015 a 2018 a tendência de evolução deste rácio foi decrescente, mas após este período verifica-se uma recuperação. Contrariamente, a evolução da autonomia financeira da empresa sem o impacto dos projetos cofinanciados é negativa, atingindo o seu ponto mais crítico em 2018 (à semelhança da empresa com incentivos), o que acaba por se refletir em bastantes dificuldades financeiras, em que apesar da tendência de melhoria após este ano a empresa ainda é dependente em cerca de 50% de capitais alheios

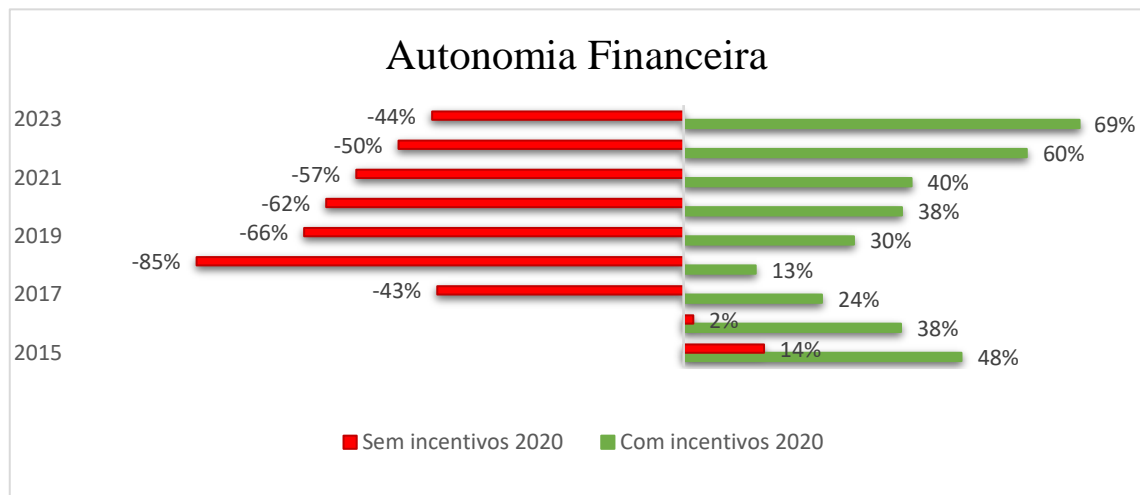


Figura 3.7 - Evolução da autonomia financeira, entre 2015 e 2023, com e sem incentivos 2020

3.2 Discussão de Resultados

De uma forma global, podemos concluir que de acordo com os métodos de avaliação e criação de valor tradicionais, a empresa com recurso projetos cria mais valor do que se não recorresse a estes fundos para suportar os seus investimentos. Por outro lado, se considerarmos os métodos mais modernos de criação de valor, verificamos que apesar de existir criação de valor em ambas as hipóteses estudadas, a longo prazo, se a empresa não recorresse a projetos 2020 criaria mais valor do que com recurso a fundos europeus.

De acordo com vários estudos presentes na literatura, os rácios tradicionais ainda têm bastante impacto nos órgãos de gestão e na forma como os seus recursos são planeados e geridos. De acordo com este estudo é possível analisar que, os rácios tradicionais, por não avaliarem alguns fatores relevantes no cálculo do desempenho empresarial, podem estar a orientar a gestão para um mau planeamento e falsa criação de valor efetiva.

Importa realçar que, caso a empresa não fosse financiada pelos subsídios, possivelmente não avançaria com os investimentos de maior peso financeiro, como investimento em AFT ou em pessoal, o que iria influenciar a empresa na sua estrutura atual, originando que possivelmente não existisse tanta criação de valor como a apresentada.

CONCLUSÃO

A presente dissertação tinha como principal objetivo estudar, para uma empresa concreta, se os financiamentos 2020 criam de facto valor, e caso não tivesse existido este financiamento se a empresa estaria numa situação mais ou menos favorável.

O estudo incide numa empresa da região centro, no período compreendido entre 2015 e 2023. Foram realizadas duas análises separadas, uma para a situação atual da empresa, outra para uma versão hipotética e avaliar como se comportavam as tendências em cada uma.

Através da metodologia adotada foi possível observar que se espera que a empresa crie valor no futuro, em ambas as perspetivas, ou seja, tanto na sua estrutura atual tendo os projetos 2020 como suporte, como numa versão hipotética com recurso a financiamento bancário.

Para além disto, é de ressaltar que a empresa se não recorresse a este tipo de incentivos, possivelmente nunca teria conseguido fazer o investimento em ativos fixos, em recursos humanos e em ações de divulgação externas. Teria de continuar a ser uma pequena empresa, porque não iria conseguir dar resposta às necessidades dos seus clientes e seria pouco provável ganhar contratos da dimensão que tem hoje. Ainda que conseguisse, não tendo a maquinaria necessária para produzir internamente, teria de recorrer a subcontratação destes serviços, o que implicaria custos superiores.

A concretização deste estudo vem colmatar os estudos na área da criação de valor em projetos 2020, em Portugal, e demonstrar que, apesar dos financiamentos bancários a que as empresas recorrem para fazer face à parte não suportada pelos fundos europeus se tratar de um esforço acrescido para a o crescimento da empresa, a criação de valor de facto acontece.

Adicionalmente, este estudo reforça que, além de se avaliar o ano pré e pós projeto, é de especial relevância acompanhar se as empresas estão a crescer com eles, ou se estes financiamentos europeus servem apenas para realizar estudos em investigação e inovação, sem impacto positivo na empresa.

O estudo apresenta limitações, principalmente, no facto de se assumir que todo o investimento se manteria caso não existissem fundos europeus, o que na realidade acaba

por não ser exequível visto que os bancos não iriam conceder financiamento a uma empresa caso os capitais alheios tivessem um impacto muito elevado na empresa.

Futuramente, seria pertinente analisar todas as despesas submetidas e perceber na realidade quais as despesas financiadas, anulando assim todo o impacto das mesmas. Acabando por perceber também quais os projetos que têm mais impacto na empresa, pela positiva como pela negativa. Este estudo seria relevante não para analisar o projeto, à semelhança de outros estudos já existentes na literatura, mas para analisar as consequências dos mesmos na empresa. É de elevada importância, perceber se os equipamentos comprados nos projetos de inovação são usados positivamente pela empresa ou se pelo contrário acabam por ser vendidos depois de depreciados, bem como analisar se os recursos humanos são contratados no âmbito de projetos, muitas vezes sustentados entre 60% a 85%, se se mantêm nos quadros das empresas, ou se sem estes incentivos acabam por ser dispensados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Antunes, A., Baleiras, R., Canarias, V., Cardoso, F., Gonçalves, P., Silva, J. (2019), *Ativos por impostos diferidos: impactos orçamentais da Proposta de Lei n.º 178/XIII/4.ª (GOV) e do Projeto de Lei n.º 1181/XIII/4.ª (BE)*, Lisboa. Disponível em: <http://www.parlamento.pt/sites/COM/XIII/LEG/5COFMA/Paginas/utao.aspx>
- Bernal D., Deyanira, & Saavedra G., María L. (2012). *Inductores de valor empresarial y decisiones de inversión. Un análisis sectorial. Actualidad Contable Faces*, 15(25), ISSN: 1316-8533. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=257/25724978004>
- Braga, R.; Nossa, V.; Marques, J. A. V. C. (2004) Uma Proposta para a Análise Integrada da Liquidez e Rentabilidade das Empresas. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, Edição Especial, p. 51 – 64.
- Brealey, R., Myers, S., Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. (3ª edição). MacGraw-Hill.
- Bruni, Adriano Leal. (2014) A análise contábil e financeira – Série Desvendando as finanças. 3ª edição. São Paulo: Atlas.
- Caby, J., Clerc, G., & Koch, J. (1996). *Strategic et finance: le processus de creation de vaieur. Revue Franpalse de Geslion*, 108, 49–56.
- Cremers, M., Guernsey, S. B., & Sepe, S. M. (2019). Stakeholder Orientation and Firm Value. *Scott B. and Sepe, Simone M., Stakeholder Orientation and Firm Value (March 12, 2019)*.
- Christian Masiak, Joern H. Block, Alexandra Moritz, Frank Lang & Helmut Kraemer-Eis (2019) *How do micro firms differ in their financing patterns from larger SMEs?*, *Venture Capital*, 21:4, 301-325, DOI: 10.1080/13691066.2019.1569333
- Comissão Europeia. Regulamento (UE) N°1301/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho (2013) - Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32013R1301>
- Comissão de Normalização Contabilística, CNC (2009) *Estrutura Conceptual (EC) e Normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF) do Sistema de Normalização Contabilística (SNC)*.

- Correa García, Jaime Andrés, & Restrepo, Sebastián Gómez, & Castañeda, Fader Londoño (2018). *Indicadores financieros y su eficiencia en la explicación de la generación de valor en el sector cooperativo*. Revista de la facultad de ciencias económicas: investigación y reflexión, xxvi(2). Issn: 0121-6805. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=909/90958481009>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons. 2nd edition.
- Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and implications*.
- Duarte, A. C. M. (2016). *O papel do Portugal 2020 no financiamento das empresas portuguesas*. Tese de mestrado. Universidade Católica do Porto.
- Flyvbjerg, B. (2006). *Five Misunderstandings About Case-Study Research*. Sage Publications, pp. 219–245. <https://doi.org/10.1177/1077800405284363>.
- Franco, P. (2010). *O SNC e os subsídios governamentais*. Jornal Vida Económica, pp 36.
- Governo de Portugal. Regulamento Específico do Domínio da Competitividade e Internacionalização - Portaria n.º 360-A/2017 (2017). Lisboa. Disponível em: http://www.qren.pt/np4/np4/?newsId=4209&fileName=20140131_acordo_parceria_portugal_2020.pdf
- Governo de Portugal. Portugal 2020 - Acordo de parceria para o período de 2014 a 2020 (2014). Lisboa. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/port/360a/2017/11/23/p/dre/pt/html>
- Krauter, Elizabeth & Sousa, Almir. (2007). Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: Um Estudo de Caso. 10.13140/2.1.2659.5523.
- Kumar, B. R., & Sujit, K. S. (2018). Notes Value Drivers of Gcc Firms-an. *The Journal of Developing Areas*, 52(3), 199–210.
- Marques, A. (2000). *Conceção e Análise de Projetos de Investimento* (4ª Edição). Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Martin, J., Petty, J. (2004). Gestão baseada em valor: a resposta das empresas á

- revolução dos acionistas. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Mazzotti, A. J. (2006) Usos e abusos dos estudos de caso. *Cadernos de Pesquisa*, v. 36, n. 129, p. 637-651, set./dez.
- Miles, R. (2015). Complexity, representation and practice: Case study as method and methodology. *Issues in Education Research*, 25(2), 309–319.
- Martins, Eliseu; Miranda, Gilberto José; Diniz, Josedilton Alves. (2013) Análise didática das demonstrações contábeis. São Paulo: Atlas. 252 p.
- Mota, A. G., Barroso, C. D., Nunes, J. P., Oliveira, L., Ferreira, M. A., & Inácio, P. L. (2012). *Finanças da Empresa - Teoria e Prática*. (Edições Sílabo, Ed.) (5ª Edição). Lisboa.
- Nava Rosillón, M. A. (2009). *Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente*. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14(48), 606-628
- Neto, Alexandre. Assaf (1997). A dinâmica das decisões financeiras. *Caderno de Estudos*, (16), 01-17. <https://dx.doi.org/10.1590/S1413-92511997000300001>
- Neves, J. C. (2000). Análise Financeira-Técnicas Fundamentais. Vol I. 12ª Edição. Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. C. (2011). Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa. 2ª Edição. Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. C. (2012) Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada de gestão. 5ª Edição. Lisboa: Texto Editora.
- Niven, P. R. (2002) *Balanced scorecard step by step: maximizing performance and maintaining results*. New York: John Wiley & Sons.
- Peterson, P. P.; Peterson, D. R. (1996) Performance de empresas e medidas de valor adicionado. Virgínia: Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados.
- Richard, P.J., Devinney, T.M., Yip, G.S. and Johnson, G. (2009), *Measuring organizational performance: towards methodological best practice*, *Journal of Management*, Vol. 35 No. 5, pp. 718-804.
- Rodrigues, J. (2000). *Criação de valor: um imperativo da gestão*. Concurso de provas

publicas para professor adjunto, ESCE, instituto politécnico de Setúbal.

- Rodrigues, R. (2017). *Subsídios ao Investimento no âmbito do programa Portugal 2020: determinantes da aprovação de projetos*. Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Rowley, J. (2002), *Using case studies in research*, Management Research News, Vol. 25 No. 1, pp. 16-27. <https://doi.org/10.1108/01409170210782990>
- Russo, A. M. M. (2015). *Criação de Valor: estudo do caso MARFILPE*.
- Sánchez Gómez, M. G. (2008). *Cuantificación y generación de valor en la cadena de suministro extendida*. León: Del Blanco editores.
- Silvestro, R. (2014), *Performance topology mapping: understanding the drivers of performance*, International Journal of Production Economics, Vol. 156 No. 1, pp. 269-282.
- Soares, I., Moreira, J., Pinho, C. & Couto, J. (2008), *Decisões de Investimento – Análise Financeira de Projetos*. Lisboa: Edições Sílado, Lda.
- Teixeira, N. (2008). A rendibilidade e a criação de valor. XIII Encontro AECA, Aveiro.
- Teixeira, A. B., & Martins, V. C. (2015). *A Criação de Valor e o Economic Value Added: Um Estudo de Caso*. Ourense, XXV Jornadas Hispano-lusas de Gestão Científica. Disponível em <http://hdl.handle.net/10400.26/7940>
- Vieira, E. F. S., Henriques, A. F. C., & Neves, M. E. (2018). Fatores Determinantes do Desempenho das Empresas Portuguesas. In: XXVIII jornadas Luso espanholas de Gestão Científica (pp. 1–16).
- Vimrová, H. (2015). *Financial analysis tools, from traditional indicators through contemporary instruments to complex performance measurement and management systems in the czech business practice*. Procedia Economics and Finance, 25, 166-175.
- Wahba, C. (2002). *Geração de riqueza através de inteligência gerencial*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

APÊNDICES

APÊNDICE 1. CÁLCULO DO RÁCIO ROI

| Sem Financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Resultado Líquido | -426649 | -625217 | -2342615 | -1867777 | 270239 | 229812 | 285583 | 380247 | 246094 |
| Ativo Total | 4614123 | 5495255 | 5144355 | 4767358 | 5517314 | 5489536 | 5490529 | 5538122 | 5711624 |
| ROI | -9% | -11% | -46% | -39% | 5% | 4% | 5% | 7% | 4% |
| Com Financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Resultado Líquido | 81171 | 53112 | -1561316 | -817576 | 792659 | 746404 | 801416 | 910018 | 702373 |
| Ativo Total | 5291543 | 6305822 | 7114476 | 6793242 | 7330916 | 6667021 | 6086479 | 5563887 | 5297010 |
| ROI | 2% | 1% | -22% | -12% | 11% | 11% | 13% | 16% | 13% |

APÊNDICE 2. CÁLCULO DO RÁCIO ROA

| Sem Financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Resultado Operacional | -375142 | -562113 | -2263630 | -1758384 | 351873 | 296321 | 338827 | 435782 | 289755 |
| Ativo Total | 4614123 | 5495255 | 5144355 | 4767358 | 5517314 | 5489536 | 5490529 | 5538122 | 5711624 |
| ROA | -8% | -10% | -44% | -37% | 6% | 5% | 6% | 8% | 5% |
| Com Financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Resultado Operacional | 89997 | 73467 | -1479429 | -902035 | 799873 | 744321 | 786827 | 883782 | 737755 |
| Ativo Total | 5291543 | 6305822 | 7114476 | 6793242 | 7330916 | 6667021 | 6086479 | 5563887 | 5297010 |
| ROA | 2% | 1% | -21% | -13% | 11% | 11% | 13% | 16% | 14% |

APÊNDICE 3. CÁLCULO DO RÁCIO ROE

| Sem financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Resultado líquido do período | -426649 | -625217 | -2342615 | -1867777 | 270239 | 229812 | 285583 | 380247 | 246094 |
| Total do CP | 644122 | 91276 | -2204227 | -4037403 | -3641564 | -3411753 | -3126170 | -2745923 | -2499829 |
| ROE | -66% | -685% | 106% | 46% | -7% | -7% | -9% | -14% | -10% |
| Com financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Resultado líquido do período | 81171 | 53112 | -1561316 | -817576 | 792659 | 746404 | 801416 | 910018 | 702373 |
| Total do CP | 2557879 | 2383747 | 1713389 | 852223 | 2171855 | 2531604 | 2411643 | 3321662 | 3647808 |
| ROE | 3% | 2% | -91% | -96% | 36% | 29% | 33% | 27% | 19% |

APÊNDICE 4. CÁLCULO DO RÁCIO LPA

| Sem financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------------------|----------|----------|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Resultado líquido do período | -426649 | -625217 | -2342615 | -1867777 | 270239 | 229812 | 285583 | 380247 | 246094 |
| Capital realizado | 92000 | 92000 | 92000 | 126600 | 252200 | 252200 | 252200 | 252200 | 252200 |
| Ações (5€ por ação) | 18400 | 18400 | 18400 | 25320 | 50440 | 50440 | 50440 | 50440 | 50440 |
| LPA | -€ 23.19 | -€ 33.98 | -€ 127.32 | -€ 73.77 | € 5.36 | € 4.56 | € 5.66 | € 7.54 | € 4.88 |
| Com financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Resultado líquido do período | 81171 | 53112 | -1561316 | -817576 | 792659 | 746404 | 801416 | 910018 | 702373 |
| Capital realizado | 92000 | 92000 | 92000 | 126600 | 252200 | 252200 | 252200 | 252200 | 252200 |
| Ações (5€ por ação) | 18400 | 18400 | 18400 | 25320 | 50440 | 50440 | 50440 | 50440 | 50440 |
| LPA | €4.41 | € 2.89 | -€84.85 | -€32.29 | €12.42 | €11.69 | €12.54 | €14.24 | €12.12 |

APÊNDICE 5. CÁLCULO DO RÁCIO EVA

| Sem financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Resultado Operacional | -375142 | -562113 | -2263630 | -1758384 | 351873 | 296321 | 338827 | 435782 | 289755 |
| WACC | 4% | 2% | -9% | -21% | -19% | -20% | -19% | -11% | -11% |
| Capital Investido | 3823533 | 3986595 | 3050377 | 2715252 | 2610540 | 2416850 | 2336049 | 3255377 | 3139622 |
| EVA | -441162 | -508674 | -1499247 | -822978 | 786552 | 710941 | 703051 | 711287 | 560780 |
| Com financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Resultado Operacional | 89997 | 73467 | -1479429 | -902035 | 799873 | 744321 | 786827 | 883782 | 737755 |
| WACC | 4% | 3% | 3% | 2% | 3% | 4% | 4% | 4% | 5% |
| Capital Investido | 4126646 | 4469283 | 4454440 | 4188952 | 4646956 | 4342209 | 3725514 | 4228893 | 4081026 |
| EVA | -62853 | -76958 | -1603447 | -988975 | 655462 | 589740 | 644830 | 699752 | 542862 |

APÊNDICE 6. CÁLCULO DO RÁCIO RS

| Sem financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ROI | -9% | -11% | -46% | -39% | 5% | 4% | 5% | 7% | 4% |
| WACC | 4% | 2% | -9% | -21% | -19% | -20% | -19% | -11% | -11% |
| Capital Investido | 3823533 | 3986595 | 3050377 | 2715252 | 2610540 | 2416850 | 2336049 | 3255377 | 3139622 |
| RS | -144800 | -518176 | -1100047 | -497648 | 636437 | 578025 | 556884 | 590533 | 467149 |
| Com financiamentos 2020 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| ROI | 2% | 1% | -22% | -12% | 11% | 11% | 13% | 16% | 13% |
| WACC | 4% | 3% | 3% | 2% | 3% | 4% | 4% | 4% | 5% |
| Capital Investido | 4126646 | 4469283 | 4454440 | 4188952 | 4646956 | 4342209 | 3725514 | 4228893 | 4081026 |
| RS | -89548 | -112781 | -1101572 | -591086 | 358043 | 331549 | 348547 | 507640 | 346244 |

APÊNDICE 7. CÁLCULO DO WACC

| Cálculo do WACC (Sem financiamentos 2020) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Passivo Remunerado | 3,179,411 | 3,895,319 | 5,254,604 | 6,752,655 | 6,252,104 | 5,828,603 | 5,462,219 | 6,001,300 | 5,639,451 |
| Capital Próprio | 644,122 | 91,276 | -2,204,227 | -4,037,403 | -3,641,564 | -3,411,753 | -3,126,170 | -2,745,923 | -2,499,829 |
| TOTAL | 3,823,533 | 3,986,595 | 3,050,377 | 2,715,252 | 2,610,540 | 2,416,850 | 2,336,049 | 3,255,377 | 3,139,622 |
| % Passivo remunerado | 83.15% | 97.71% | 172.26% | 248.69% | 239.49% | 241.17% | 233.82% | 184.35% | 179.62% |
| % Capital Próprio | 16.85% | 2.29% | -72.26% | -148.69% | -139.49% | -141.17% | -133.82% | -84.35% | -79.62% |
| Beta $p = B_u * (1+(1-t)*CA/CP)$ | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 | 5.14445 |
| Custo | | | | | | | | | |
| Custo Financiamento | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% |
| Custo financiamento com efeito fiscal | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% |
| Custo Capital Rcp = $R_f + B_p * (R_m - R_f)$ | 16.16% | 16.16% | 16.16% | 16.16% | 16.16% | 16.16% | 16.16% | 16.16% | 16.16% |
| Custo ponderado | 3.79% | 1.62% | -9.47% | -20.85% | -19.48% | -19.73% | -18.64% | -11.27% | -10.57% |

| Cálculo do WACC (Com financiamentos 2020) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Passivo Remunerado | 1,568,767 | 2,085,536 | 2,741,050 | 3,336,729 | 2,475,101 | 1,810,605 | 1,313,871 | 907,231 | 433,218 |
| Capital Próprio | 2,557,879 | 2,383,747 | 1,713,389 | 852,223 | 2,171,855 | 2,531,604 | 2,411,643 | 3,321,662 | 3,647,808 |
| TOTAL | 4,126,646 | 4,469,283 | 4,454,440 | 4,188,952 | 4,646,956 | 4,342,209 | 3,725,514 | 4,228,893 | 4,081,026 |
| % Passivo remunerado | 38.02% | 46.66% | 61.54% | 79.66% | 53.26% | 41.70% | 35.27% | 21.45% | 10.62% |
| % Capital Próprio | 61.98% | 53.34% | 38.46% | 20.34% | 46.74% | 58.30% | 64.73% | 78.55% | 89.38% |
| Beta $p = B_u * (1+(1-t)*CA/CP)$ | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 | 1.55874 |
| Custo | | | | | | | | | |
| Custo Financiamento | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% |
| Custo financiamento com efeito fiscal | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% | 1.28% |
| Custo Capital Rcp = $R_f + B_p * (R_m - R_f)$ | 5.19% | 5.19% | 5.19% | 5.19% | 5.19% | 5.19% | 5.19% | 5.19% | 5.19% |
| Custo ponderado | 3.70% | 3.37% | 2.78% | 2.08% | 3.11% | 3.56% | 3.81% | 4.35% | 4.78% |